国内第一部系统研究城投债的专著

CITY CONSTRUCTION
INVESTMENT BOND
CHINESE
MUNICIPAL BOND

城投债

——中国式市政债券

周沅帆◎著



中信出版社·CHINACITICPRESS

版权信息

书名:城投债：中国式市政债券

作者:周沅帆

ISBN:9787508625133

中信出版集团制作发行

序
将城投债规范发展成为适合中国国情的市政债券

应邀为周沅帆博士的著作《城投债——中国式市政债券》作序，初看书稿后感触颇深。周博士作为信用评级公司的高管，直接为众多地方投融资平台公司融资进行信用评级，通过工作实践的积累，在比较研究各国市政债券制度安排的基础上，产生了对中国市政债券制度建设和发展的系统总结与思考，并提出了一些值得重视的建议和意见。此书的出版，对中国市政债券制度的建设与完善，改进城投债发行监管，防范城投债风险及其风险外溢，促进城投债——中国式市政债券的健康发展，更好地服务于国家基础设施建设，毫无疑问将具有十分积极的意义。

我本人所服务的国家发改委财政金融司，直接负责企业债券发行的审核与监管。近年来，地方政府投融资平台公司发行的“城投债”占企业债券发行数量的比例明显上升，相应也带来了对地方政府债务风险的担忧。虽然我国政府累计债务的规模不断扩大，但占国内生产总值的比重与大多数西方国家相比，还处在相对安全的范围，短期内出现系统性风险的可能性不大。但这并不意味着我们无须关注并采取措施，加强地方政府的债务风险管理和相关制度建设。为此，我们结合企业债券的监管实践，对如何规范发展中国的市政债券，也作了初步思考，形成一些不成熟的想法和文字。其中一些想法，或将在今后的债券发行管理工作中进行探索性实施。经与周沅帆博士商量，专以为序，供读者一并参考。

1978年我国城镇人口占总人口比例为17.9%，2009年达到46.6%，平均每年提高0.92个百分点。而2000年年底到2009年年底，我国城市化率从36.22%提高到46.6%，平均每年提高1.15个百分点，城镇人口平均每年增加1 800万人。据有关测算，按照2002年的价格水平，每增加1个城市人口，需要基础设施投资9万元，按每年增加1 800万人计算，我国每年需要新增的城市基础设施投资就达到16 200亿元。我国城乡差距仍然巨大，城乡居民之间的相对收入差距就高达3.3倍，农业与非农产业的比较收益差距也非常大，这种差距就是城市化的动力。这决定了未来20年仍将是我国城市化快速发展的时期，必须从制度上开辟长期稳定的资金来源渠道，以满足地方政府的城市建设投融资需要。

一、我国城市基础设施融资实践和面临的困境

（一）我国城市基础设施建设与维护的财政资金来源严重不足

城市基础设施是城市生存和发展所必须具备的工程性基础设施和社会性基础设施的总称。工程性基础设施一般指能源供应、给水排水、交通运输、邮电通信、环境保护和防灾安全等工程设施；社会性基础设施则指文化教育和医疗卫生等设施。

按照现行制度，我国地方政府城市建设和维护的主要资金来源为城市维护建设税、城市基础设施配套费、公用事业附加、城市水资源费、市政设施有偿使用费、污水处理费、垃圾处理费、旧城改造费、港口城市配套费和旅游城市附加费等相关税费，部分土地出让净收益，中央预算内投资及转贷国债和地方财政拨款。而融资性来源主要有国内贷款、债券收入、利用外资、股票融资和民间投资等。城市维护建设资金支出指用于城市维护和建设的资金支出，包括基本建设支出、更新改造支出和维护支出。维护支出指为保证城市基础设施正常

运转，对道路、桥梁、防洪堤坝、上下水管道、园林绿化、市容环境卫生等市政公用设施进行日常维修养护，以及用于事业单位人员经费的各种支出。由于城建维护税和各种附加等属于边缘性税种，且各种收费水平需兼顾居民承受能力，再加上管理成本高，因此地方政府城建相关税费仅能满足城市的维护运转支出。用于建设的财政性资金主要有三个来源：中央及地方财政拨款、城市基础设施配套费，以及国有土地使用权转让收入。

从实践看，城市建设资金的重要来源是土地收益。2009年，地方政府国有土地使用权出让金收入13 964亿元，除用于征地拆迁补偿（5 180亿元）、土地开发（1 429亿元）、耕地整理（477亿元）、农村基础设施（433亿元）、土地出让业务支出（86亿元）、廉租住房及破产或改制国有企业土地收入用于职工安置（1 378亿元）等成本和必需支出外（合计8 987亿元，占土地收入的65%左右），用于城市建设的有3 340亿元（占土地收入的25%左右）。另外，2009年全国地方城建配套费收入336亿元，用于城市配套支出214亿元。而根据2009年统计公报，城镇投资中电力、燃气、水以及水利、环保和公共设施管理业总计投资完成31 926亿元，如果剔除电力和水利等非城市建设投资，我国城镇公用事业投资的一半以上是政府预算外的融资。

（二）城市基础设施投融资的基本特点

城市基础设施投资具有三个特点：一是超前性。基础设施建设具有一次投资建设，当代及后代长期享用的特征，因此需要为未来预留空间，超前投资是必然的，不超前就等于滞后。二是公共性。纳税人在缴纳税款后，政府必须提供相应的公共服务，一些基础设施因此不得收费。由于未来纳税人享有以前投资形成的公共服务，因此，通过负债先期投资城市公共设施，并以未来税收作为偿债资金具有代际公平性。三是生产性和收益外溢性。基础设施投资是政府的先行资本投入，部分投资虽然没有直接收益，但却可以改善投资环境、提高私人

投资效率、积聚人口以及促进产业发展，间接带来税收增长和土地级差收益的提高。其中，供热、供水和供气等公共服务有相当一部分供给是面向经营性企业的服务，又具有一定的经营性质。因此，城市基础设施投资在改善居民福利状况的同时，可以带来社会生产力提高、经济增长和政府税收的增加，有利于提高未来的发展潜力。

完全按照财政“有多少钱办多少事”的原则，全盘否定“经营城市”的理念，不合逻辑也不切实际。从筹资路径选择来看，如果不依赖外部资金，地方政府只能通过提高税率和公共服务收费价格来筹集资金，会降低居民当期可支配收入和减少企业利润，反而会抑制基础投资的增长和经济发展。而在社会资本充裕的情况下，融通居民储蓄资金进行基础设施投资，不至于对私人投资产生挤出效应，却可使城市公共服务提升、吸纳人口增多、税收增加、土地升值、环境改善和社会生产力提高，一举多得。因此，借用外部资金进行城市基础设施投资，是城市发展过程中的普遍现象。

（三）我国基础设施投融资多元化的实践和问题

2000年后，有关部门出台了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，全面开放市政公用行业建设投资、经营和作业市场，允许国内外各种资本参与市政公用设施建设；建立市政公用行业特许经营制度，政府通过合同协定或其他方式明确政府与获得特许权企业之间的权利和义务。由此出现了市政建设领域的PPP、BT、BOT、TOT等多种融资模式，私人投资者和外商开始参与城市基础设施的投资、经营与管理。为了适应融资需要，出现了大量的城市投融资平台公司，以公司为主体借用银行贷款、发行集合信托计划、发行企业债券、中期票据，甚至发行股票等进行融资。城投公司发行的各类企业债券规模近年来迅速扩大，成为城市建设资金的重要来源。

城市建设融资方式多元化在推动城市发展的同时，也带来一些值得关注的问题。由于我国的财政金融法规并没有确立规范的城市基础

设施融资制度，以至于开发性金融合作、城投债券、中期票据、商业贷款和集合信托等都带有一定的创新和探索性质。其中，地方债务规模在短期内增长过快潜在的风险问题，引起了广泛关注，并导致国务院出台了清理整顿融资平台公司债务的专门文件，用地方政府发债取代融资平台公司融资的思路也相应提出。

地方政府债务在短期内增长过快的原因比较复杂，既有地方政府搭应对金融危机刺激政策便车的因素，也涉及现行财税体制、预算支出结构、政府间事权和财权划分、政府投资冲动等诸多体制性问题，需要采取综合措施加以解决。未来20年，我国还处在城市化动力强、发展快的阶段，道路、地铁、管网、垃圾污水处理和保障性住房等城市基础设施建设还将保持旺盛状态。如何保证基础设施投资的正常增长，对推动城市化进程、改善居民生活环境、完善投资环境以及促进经济增长，至关重要。

二、开辟规范的城市建设资金来源渠道

（一）国外市政债券的基本经验

在发达国家城市发展的过程中，普遍采取了发行市政债券的形式，来满足城市基础设施建设的融资需要。从1812年美国纽约市首次发行市政债券以来，美国的市政债券已经有将近200年的历史。美国市政债券与国债、抵押贷款债券和公司债券等一起，共同构成了美国债券市场的主要品种。

美国市政债券包括由州、城市、城镇、县政治实体的分支机构以及它们的授权机构或代理机构所发行的债券。美国市政债券可分为一般责任债券和收益债券。一般责任债券并不与特定项目相联系，通过还本付息得到发行政府的信誉和税收支持。一般责任债券通常必须经

当地公民全体投票表决或者议会表决同意后才能发行。据调查，美国有19个州规定必须经过全体公民决定才能发行。收益债券与特定项目或部分特定税收相联系，其还本付息来自投资项目（如高速公路和机场）的收费、收益及政府特定税收或补贴。大部分收益债券是用来为政府拥有的公用事业和准公用事业以及医院、学校等筹资。

由于财政体制不同，债券市场发育程度不同，各国市政债券各具特点，但一般具有以下共同之处：一是尽管一般责任债券和收益债券并存，但主要还是由政府下属运营机构发行收益债券。二是财政体制较为成熟，宪法或法律能够清晰地划分各级政府间的财权和事权，上级政府转移支付的规则比较明确，转移支付可以用客观、透明的公式计算出来；政府编制资产负债表和财力规划，对政府掌控资源及财力增长情况心中有数，充分考虑偿还能力，制订合理的发行计划，防止债务规模过大造成违约风险。三是市场监管致力于增强透明度，减少信息不对称，包括信用评级、审批制度和预警系统、债券担保等偿债机制等比较完善，市场约束性机制能够发挥较大的作用。

（二）城投债是目前符合我国国情的市政债券

为了规范发展我国城市基础设施融资渠道，目前达成的共识是发展市政债券市场。但如何发展市政债券，各方提出的路径却有所不同。

实践证明，由城市融资平台——各类城投公司发债融资，企业化投资运营，对推动城市发展起到了积极作用，也具备了现成的制度安排和基础。各类城投公司的出现，是地方政府在市场经济条件下的创新性行为，既有适应金融部门贷款要求的一面，也是地方政府的合理选择。地方政府发现，以市场化方式将城市市政服务职能外包给民营企业和外资公司，往往容易价格偏高，且私人公司一般不愿意承担普遍服务，而将资金拨付给政府职能部门来承担，又容易导致效率偏

低。通过融资平台公司承担这一职能，以市场化方式运营，不仅效率得以提高，还易于政府管理和协调。

地方投融资平台针对市政项目建设发行的“城投债”（包括中期票据），实际上就是中国的市政债券。城投债在企业债券法律框架内进行了适应性创新。1987年，我国颁布《企业债券管理暂行条例》，1993年8月，颁布《企业债券管理条例》。规定企业法人均可发行企业债券，其条件是连续3年盈利以及发债不超过净资产额。当时发债主体中不少属于项目公司。1994年颁布《公司法》、1998年颁布《证券法》后，对发债公司逐步按照连续3年盈利、发债额不超过净资产40%以及3年平均净利润足以支付企业债券利息的更严格的规定执行。2005年国家修改《公司法》和《证券法》后，仍然坚持上述较为严格的规定。从券种看，没有特别针对政府特殊目的公司设计的债券品种。这是我国债券市场法律法规制度设计的缺陷。

对此，我国一些高新区开发公司、特大城市的城投公司开始申请按照《证券法》的条件发行企业债券，用于基础设施建设。近些年，城投公司通过与政府签署委托代理协议的方式，将基础设施建设从政府投资行为转变为企业投资行为；使基础设施由非经营性资产变成城投公司报表内的经营性资产；将财政按照约定给付的补贴或协议购买，变成经营性收入和利润；从而使城投公司的经营状况满足了《企业债券管理条例》、《证券法》和《公司法》规定的发债条件。这一做法得到市场认可，使城投债由特大城市向中等城市延伸，一些进入全国百强的县级城市也发行了城投债。

由于其特征与一般企业债券不同，城投债成为企业债券大类中相对独立的券种，并具有以下特征：

一是通过制度设计，整合提炼政府城市投资运营中的经营性因素，实现了负债经营，资金用于投资额大、回报期长、带有公益性特征的工程性基础设施和社会性基础设施项目建设，并以工程性基础设

施为主。社会性基础设施（学校、医院等）仍以政府预算内投资为主。城投债支持了奥运、世博、地铁（轨道交通）、危旧房改造、污水处理、大江大湖治理、供水、道路、环境综合整治、节能减排、燃气等国家重点工程和城市基础设施建设。城投债以企业债的管理模式，实现了为地方政府筹集基础设施建设资金的目的，发挥了外国市政债券的作用。

二是与国家基础设施发展计划、产业政策、城市发展计划和地方政府的投资计划密切相关，具有明显的政府行为特征。在地方政府不具备条件发行债券的情况下，政府融资平台公司充当了准市政债券的发行人。债券发行计划在相当大程度上是由地方政府根据国家基础设施投资项目计划和政策、城市发展规划制订的，筹集的资金主要用于市政基础设施建设。由于发债企业均为政府直属或控股企业，其投资行为、投资领域和投资回收模式，决定了发债不是纯粹的企业行为，而是带有政府行为特征。

三是由于财务要求较高，发行城投债的公司大都朝着实体化、独立化发展。城投公司按照《公司法》独立运作，实行人员、财务、运营三分开，政府与城投公司采用契约形式固定双方权利义务关系和资产经营边界，与财政和政府其他部门之间设置了“防火墙”，使城投公司在政府政策和契约支撑的基础上，具有独立承担民事法律责任的能力与可持续经营和融资能力。

四是债券增信措施较多，信用级别高，融资成本低。在债券偿还措施的制度安排上，除了企业自身收益，针对发债项目，政府给予财政补贴、回购协议、旧城改造拆迁以及土地开发费用补贴、经营收费许可、建立偿债基金等增信措施，同时，还采用了土地质押和第三方担保等措施，使得城投债的信用级别相对较高、期限较长、利率较低，降低了融资成本，有别于一般企业债券。

五是偿债情况良好。由于城投债在土地或应收账款抵押方面都是超额倍数质押，项目资金回收来源可靠，具有制度性保障和稳定性，因此，偿债情况良好，尚没有出现本息兑付问题，比一般工商企业发行的债券更受投资者青睐。

六是透明度相对较高，信息披露较好，市场约束力较强。与披露整个政府的资产负债状况相比，城投公司情况相对简单，易于进行信息披露，信用评估公司和投资者对其债项评价也易于进行。城投债是债券市场公开发行品种，能够较好地贯彻“公开、公平、公正”的原则，债券投资者和发行人以及中介机构、监管部门的行为均受到法律法规的制约，发行人公开发布债务要约，并定期披露信息，其拟定的偿债措施、权益登记托管和交易规则等均按市场规范进行，债权可以通过交易市场进行转让，比商业银行对融资平台公司提供的贷款和资金信托计划（私募形式）等更加规范透明。

七是城投债促进了中国债券市场发展。城投债开辟了我国的长期固定收益券种，拉长了企业债券的期限，弥补了我国债券收益曲线缺口，有助于利率市场化，为债券市场机构投资者提供了较好的投资品种。

总之，城投债沿着企业债券渠道发行和交易，利用既有市场资源和专业机构，构成了债券市场独特的债券品种，拓展了市政基础设施建设的融资渠道，实现了基础设施建设投融资主体的多元化，成为适合中国国情的市政债券。

三、将城投债进一步规范发展为市政债券

目前城投债在整个政府投融资平台债务融资中的比例只有5%左右。对待地方融资平台公司负债经营存在的问题，比较现实的解决办

法是正视现实，规范运作，防范风险。正视现实，就是要承认地方投融资平台的现实存在以及对促进地方经济发展和基础设施建设的积极作用；规范运作，就是要规范地方投融资平台的融资、投资、建设和运营行为，完善平台公司的治理结构，发展规范的融资渠道；防范风险，就是要合理控制投融资平台的债务规模，防范投融资平台债务风险连带形成财政风险和系统性金融风险。

（一）坚持整合政府资源、市场化运营并融资的基本思路

我国的基本经济制度决定了政府拥有国有企业、土地、矿产资源等国有资源和资产的处置权，政府通过赋予所属机构规划服务、土地拆迁整理权、片区整体开发建设权、收费权等受益权或优先权，使所属机构具有开发建设领域多方面的无形经营权利和优势。实践证明，整合城市资源，进行市场化、企业化运营和市场化融资，能够解决城市建设的大量资金来源。因此，我国市政债券完全可以走以政府所属企业（城投公司）为发债主体的思路。其核心是以企业信用为主、政府信用为辅进行市场融资。即在衡量发债信用时，主要看企业自身可持续经营的能力，看偿债措施的可靠性，兼顾地方经济发展趋势和潜力进行分析。据此，规范城投公司发债，关键是将城投公司实体化，而不是完全作为政府的附属物；坚持募集资金主要用于工程性基础设施，而不是用于社会性基础设施建设。

（二）坚持规范运作、完善公司与政府的契约关系

由于城投公司一般都承担政府外包的基础设施和公用设施的投资、建设和运营，城投公司的收入来源或偿债安排，一般都有财政的支撑。这使得城投公司债务风险与地方财政存在一定的关系。除了城投公司自身资产结构所蕴涵的运营风险以外，城投公司赖以运营的政策支撑条件、地方经济发展状况以及财政履约能力等都需要充分评估。地方财政应当披露财政收入增长及构成、城建预算收入的来源运用、未来预测、偿债基金安排和财政负债情况等，划出明确的地方财

政风险控制红线，便于投资者和监管部门了解。评级公司应独立出具地方政府履约能力分析报告。

城投公司必须按照《公司法》规范运作。城投公司的法人财产权受到法律保护，不能随意调用。城投公司的重大调整必须按程序进行，保证维持甚至优于原来的信用等级，还要征得债权人大会、担保人的同意。城投公司的经营性收入和利润应达到一定的标准，并逐步具备自我发展的能力。

城投公司融资用于城市基础设施建设，必须完善与政府的契约关系，落实还款资金来源，其中，征地拆迁、土地整理、储备、质押、项目BT协议和收费许可等涉及政府制度安排的环节必须规范、透明、可控。透明可靠的偿债保障措施安排是发行城投债的核心，应进一步制度化和规范化。

（三）防范城投债连带的财政风险

为了控制城投债导致的政府债务风险，应该在合理确定政府性债务统计口径基础上，提出一套用以控制地方政府债务风险的指标体系。对于已经超出债务风险指标控制范围的地方，要采取措施加强偿债力度，控制新的政府性举债行为，使政府性债务的规模尽快回到债务风险控制标准以内。对于那些具有较好公司治理结构和资产质量、其项目运营收益能够承担债务融资还本付息责任、无须地方政府进行信用支持的投融资平台，应允许其按照市场原则融资；对于那些承担基础设施项目或市政项目投资建设和运营职责的投融资平台，其收益不足以承担还本付息责任，需要地方政府或财政予以信用支持和还本付息支持的，必须将城投公司的财务条件与地方政府的债务水平结合起来考虑，并将城投公司债务纳入政府债务的口径。对于超出地方政府债务风险控制水平的，要限制其进一步扩大债务性融资规模，并采取措施降低其负债水平；对政府债务规模在债务风险控制水平以下的，仍可允许其发行城投债。只要将与政府信用相关的城投债纳入政

府债务管理，严格按照政府债务风险控制标准审核其债券发行规模，就可以有效防范城投债及其连带的政府债务风险和金融风险。

（四）为城投债的发行提供更好的制度环境

市政债券的违约率低于一般公司债券的违约率，个人投资者因此成为市政债券的重要投资人。由于市政债券发行利率相对较低，债券发行人主要从事公益性项目建设运营，为了吸引债券投资人投资市政债券，一般都给予利息收入所得税减免。我国也应该给予城投债投资人利息收入所得税的减免政策，以鼓励城投公司更多地通过债券市场直接融资。与此同时，考虑到城投公司发行的企业债券风险相对较小，应该进一步放宽对保险公司和各级社保基金投资城投债的限制，进一步扩大债券市场机构投资者队伍。此外，在核准条件和交易环节，也应该根据城投公司的特征，进一步修改并完善涉及发行条件和市场交易的法律法规，只要发债企业的还本付息是有保障的，就应该允许其发行债券并在市场挂牌交易，而不必关注债券发行余额不超过企业净资产40%，以及企业过去3年盈利等条件。面向具有专业判断能力的机构投资者发行的市政债券，政府的发行审核可进一步市场化，不再审核中介机构出具的文件，让中介机构承担其出具文件真实性的完全责任，由债券发行人和投资人协议确定发行期限和利率等要约。

国家发展和改革委员会财政金融司司长 徐林
2010年9月于北京

第1章
绪论

【本章概要】

分税制改革确立了中国“一级政府、一级事权”的分权制财政体系，却也导致了地方政府事权和财权的不对等，随着城市化进程的加快，地方政府资金缺口巨大，唯有寻求外部融资。本章从中国分税制改革出发，探讨地方政府纷纷设立地方融资平台进行债务融资的原因，简述中国城投债产生的原因，论述本书的研究背景及意义，并提出了本书的研究思路、方法、框架以及本书的创新点。

【本章重要问题】

- 分税制改革的背景及意义。
- 地方融资平台产生的背景。
- 地方融资平台风险状况。
- 城投债产生的原因。
- 本书研究思路及创新点。

1.1 研究背景及意义

根据《国务院关于实行分税制财政管理体制的决定》（国发〔1993〕85号），自1994年1月1日起，中国实行分税制改革，对各省、自治区、直辖市以及计划单列市实行分税制财政管理体制。1994年3月22日，全国人大制定了《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号），自1995年1月1日起实施。1995年11月22日制定了《预算法实施条例》（中华人民共和国主席令〔1995〕第186号）。法律正式规定，一级政府实行一级预算，整个国家实行五级预算，即中央、省、地（市）、县和乡。分税制改革后，中央和地方政府就财政收入确定了各自的范围和比例，从而确立了“一级政府，一级事权”的分权制财政体系，各级地方政府开始明确地享有财权和事权。

尽管分税制改革有力地调动了地方各级政府的积极性，在一定程度上促进了地方经济的增长和财政的增收，但随着经济体制改革的推进、公共财政体制的发展，尤其是城市化进程的加快，社会保障资金缺口、国有金融机构不良资产以及国有企业困境等各种问题凸显，地方政府所承担的促进地方经济发展和扩大城市基础设施建设等各方面的责任越来越大，而地方政府用于基础设施建设的预算内财政资金仅仅靠财政拨款，包括国家预算内投资和地方财政拨款以及城市建设维护税和城市公共事业附加两个专项资金是远远不够的。与此同时，分税制改革以来，中央和地方的事权和财权的分配出现了事实上的事权重心下移而财权重心上移的现象，从而导致了地方政府事权和财权的不对等，再加上中国转移支付制度尚不完善，地方政府几乎普遍陷入债务困境之中，地方政府资金缺口不断加大，如表1-1所示。

表1-1 1991～2008年中国地方财政收支缺口（单位：亿元）

年　份	地方财政支出	地方财政收入	地方财政缺口
1991	2 259.81	2 211.23	－48.58
1992	2 571.76	2 503.86	－67.90
1993	3 330.24	3 391.44	61.20
1994	4 038.19	2 311.60	－1 726.59
1995	4 828.33	2 985.58	－1 842.75
1996	5 786.28	3 746.92	－2 039.36
1997	6 701.06	4 424.22	－2 276.84
1998	7 672.58	4 983.95	－2 688.63
1999	9 035.34	5 594.87	－3 440.47
2000	10 366.65	6 406.06	－3 960.59
2001	13 134.56	7 803.30	－5 331.26
2002	15 281.45	8 515.00	－6 766.45
2003	17 229.85	9 849.98	－7 379.87
2004	20 592.81	11 286.20	－9 306.61
2005	25 154.31	14 388.80	－10 765.51
2006	30 431.33	18 129.31	－12 302.02
2007	38 339.29	23 572.62	－14 766.67
2008	49 248.49	28 644.91	－20 603.58

资料来源：历年统计年鉴

表1-2 现行中央政府和地方政府支出划分

中央财政支出	国防、武警经费，外交支出，中央级行政管理费，中央统管的基本建设投资，中央直属企业的技术改造和新产品试制费，地质勘探费，中央安排的农业支出，中央负担的国内外债务的还本付息支出，以及中央负担的公检法支出和文化、教育、卫生、科学等各项事业费支出
地方财政支出	地方行政管理费，公检法经费，民兵事业费，地方统筹安排的基本建设投资，地方企业的改造和新产品试制经费，农业支出，城市维护和建设经费，地方文化、教育、卫生等各项事业费以及其他支出

表1-3 现行中央政府和地方政府收入划分

中央固定收入	关税，海关待征消费税和增值税，消费税，铁道部门、各银行总行、各保险公司总公司等集中缴纳的收入（包括营业税、利润和城市维护建设税），未纳入共享范围的中央企业所得税、中央企业上交的利润等
中央与地方共享收入	增值税中央分享75%，地方分享25%；纳入共享范围的企业所得税和个人所得税中央分享60%，地方分享40%；资源税按不同的资源品种划分，海洋石油资源税为中央收入，其余资源税为地方收入；证券交易印花税中央分享97%，上海、深圳分享3%
地方固定收入	营业税（不含铁道部门、各银行总行、各保险公司总公司集中缴纳的营业税），地方企业上缴利润，城镇土地使用税，城市维护建设税（不含铁道部门、各银行总行、各保险公司总公司集中缴纳的部分），房产税，车船使用税，印花税（不含证券交易印花税），耕地占用税，契税，烟叶税，土地增值税，国有土地有偿使用收入等

表1-4 1991～2008年中央和地方财政收入情况注

年　份	全国（亿元）	其　中		比重（%）	
		中央	地方	中央	地方
1991	3 149. 48	983. 25	2 211. 23	31. 22	70. 21
1992	3 483. 37	979. 51	2 503. 86	28. 12	71. 88
1993	4 348. 95	957. 51	3 391. 44	22. 02	77. 98
1994	5 218. 10	2 905. 50	2 311. 60	55. 68	44. 30
1995	6 242. 20	3 256. 62	2 985. 58	52. 17	47. 83
1996	7 407. 99	3 661. 07	3 746. 92	49. 42	50. 58
1997	8 651. 14	4 226. 92	4 424. 22	48. 86	51. 14
1998	9 875. 95	4 892. 00	4 983. 95	49. 53	50. 47
1999	11 444. 08	5 849. 21	5 594. 87	51. 11	48. 89
2000	13 395. 23	6 989. 17	6 406. 06	52. 18	47. 82
2001	16 386. 04	8 582. 74	7 803. 30	52. 38	47. 62
2002	18 903. 64	10 388. 64	8 515. 00	54. 96	45. 04
2003	21 715. 25	11 865. 27	9 849. 98	54. 64	45. 36
2004	26 396. 47	15 110. 27	11 286. 20	57. 24	42. 76
2005	31 649. 29	17 260. 49	14 388. 80	54. 54	45. 46
2006	39 373. 20	21 243. 89	18 129. 31	53. 96	46. 04
2007	51 321. 78	27 749. 16	23 572. 62	54. 07	45. 93
2008	61 316. 90	32 671. 99	28 644. 91	53. 28	46. 72

资料来源：历年统计年鉴

然而，根据中国现行法律法规，没有相关条款支持地方政府直接负债。(注)《贷款通则》（中国人民银行令1996年2号）规定：“借款人应当是工商行政管理机关（或主管机关）核准登记的企（事）业法人、其他经济组织、个体工商户或具有中华人民共和国国籍的具有完全民事行为能力的自然人。”根据该规定，地方政府不符合借款人定义，直接向银行借贷也是行不通的。《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）第28条明文规定：“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院

另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”这一规定使得地方政府没有发行债券的权利。此外，《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）规定，“国家机关不得为保证人，但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的除外”，地方政府对债务提供担保也被禁止。

一方面随着中国经济的发展，地方政府对城市基础设施建设确实有很大的资金需求；另一方面是现行法律法规对借贷主体和发债主体的明确限制。为解决资金需求与供给矛盾的问题，在现实操作中便产生了两种解决办法(注)：一是中央财政发行国债再转贷给地方，这实际是中央替地方政府发债；二是通过设立隶属于地方政府的企业（以下称为“地方融资平台”或“城投公司”），或向银行借款，或按照《企业债券管理条例》（国务院令〔1993〕第121号）来发行债券，这种债券就是所谓的“城投债”。由于这些债券是以企业债券的形式审批并发行的，所以在形式上是合法的，从而规避了《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）的制约。

2008年年底，为应对金融危机，政府出台了4万亿投资计划，并采取了积极财政政策和适度宽松货币政策，受此影响，各地方政府纷纷举债进行大规模基础设施建设。根据中国国际金融公司的统计，2009年9.59万亿元新增贷款中，投向地方融资平台的贷款占新增贷款总量的近40%，总金额近3.7万亿元，截至2009年年底，金融机构地方融资平台贷款（不含票据）余额约为7.2万亿元，其中，县级融资平台贷款余额约占1/4。从区域来看，发达地区融资平台贷款余额约占61%。不同类型金融机构之间分布并不均匀，2009年年底主要上市银行地方政府融资平台贷款约占贷款总额的11.75%，国家开发银行（以下简称“国开行”）和地方性金融机构占比相对较高，其中国开行的融资平台贷款（以基本建设贷款为统计口径）占比达到69%。

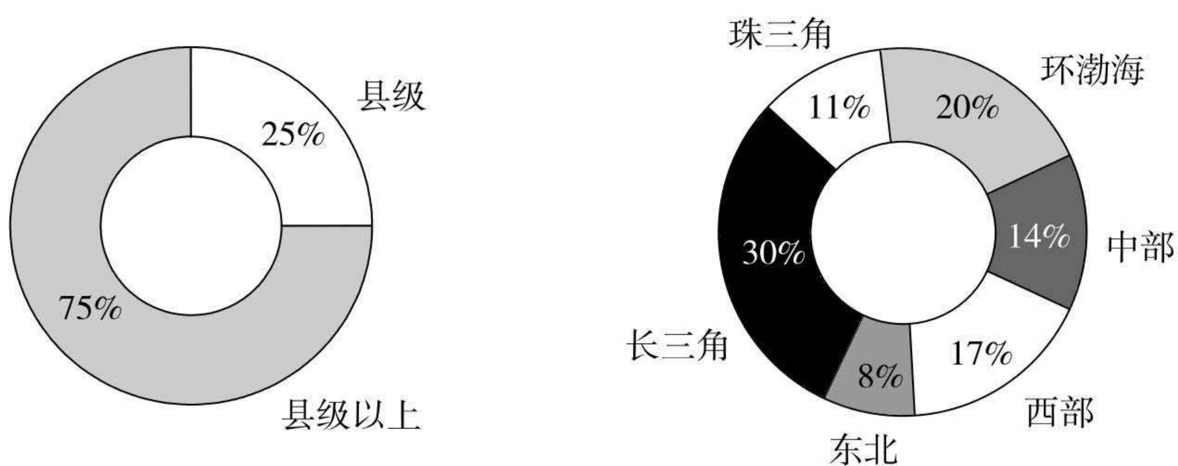


图1-1 2009年年底地方融资平台贷款余额按行政级别和地域分布

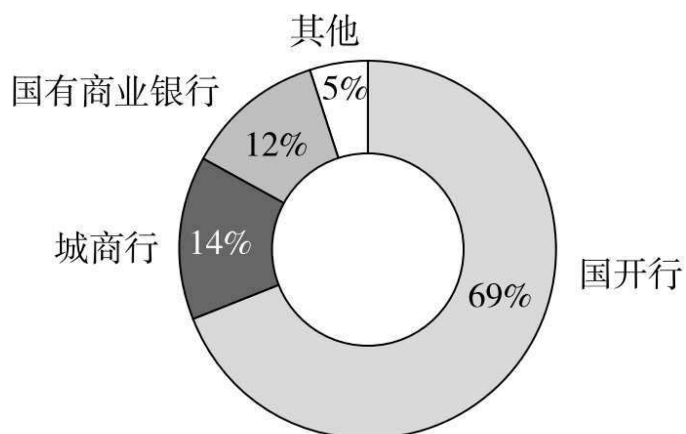


图1-2 2009年年底各金融机构融资平台贷款余额占总贷款比重

表1-5 2009年我国14家上市银行地方政府融资平台贷款情况

名　称	地方融资平台贷款余额（亿元）	贷款总额（亿元）	占总贷款的比例（%）
工商银行	7 200	55 832	12. 90
建设银行	6 400	46 929	13. 64
中国银行	5 400	47 974	11. 26
兴业银行	1 500	6 920	21. 68
交通银行	1 400	18 015	7. 77
中信银行	1 300	10 505	12. 38
招商银行	1 000	11 618	8. 61
民生银行	830	8 677	9. 57
华夏银行	600	4 195	14. 30
浦发银行	550	9 105	6. 04
南京银行	200	656	30. 48
北京银行	150	2 675	5. 61
深发展	140	3 556	3. 94
宁波银行	56	808	6. 93
合　计	26 726	227 464	11. 75

资料来源：Wind资讯

此外，由于通过地方融资平台进行筹资所获得的资金不属于地方政府的直接负债，采取预算外管理的方式，因此也暴露出其他一些问题：有的项目尽管已经建成，但并非作为公共产品在使用，利用率不够高，正外部效应不能释放，社会福利未得到应有的改进；有的项目由于地方政府是实际投资人或担保人，一旦发生债务危机（如不能按期偿债），债务最终将转移给地方政府，地方财政的隐性债务过多；此外，还有许多项目，其决策中包含的诸如追求政绩等因素过多，效率和效益都难以保证，有不少项目没有足够的还款来源，潜在风险大，而且风险和收益在时间和主体等方面都不匹配，投资难以回收，不良债务不断积累，其中许多不良债务最终都将由地方政府承担。整体来看，地方财政面临的政府性债务风险越来越大。因此，建立与分税制财政体制相适应的地方政府负债制度已迫在眉睫。

从发达国家经验来看，地方政府融资的主要途径有：地方税收、收费收入、投资基金以及地方政府债券。根据不同的经济发展阶段和体制环境，可以采取不同的融资方式。对于地方政府因履行相关事权而产生的收支失衡问题，发达国家通常以发行地方政府债券的途径解决。目前，美国、日本和法国等国家都已经形成了较为完善的地方政府债券市场，地方政府发行的债券与国债、企业债券和投资基金等一起，共同构筑了完整统一的证券市场，发行地方政府债券筹集城市开发所需资金已成为这些国家地方政府举债的最为重要的手段。

比如，在市场机制最为发达的美国，市政债券（Municipal Bond）已经相当成熟，它是指由州、城市、城镇、县政治实体的分支机构以及它们的授权机构或代理机构所发行的债券，所募集资金通常用于当地城市基础设施和社会公益性项目建设。从图1-3中可以看出，美国市政债券规模基本呈现增长趋势，截至2009年年底，总规模达到2.81万亿元，占国债比重达到36.97%（该比例最高时曾达到50.82%）。近几年随着美国资产证券化产品及公司债券市场的快速发展，市政债券占债券总规模比重有所下降，截至2009年年底，该比重为8.09%。

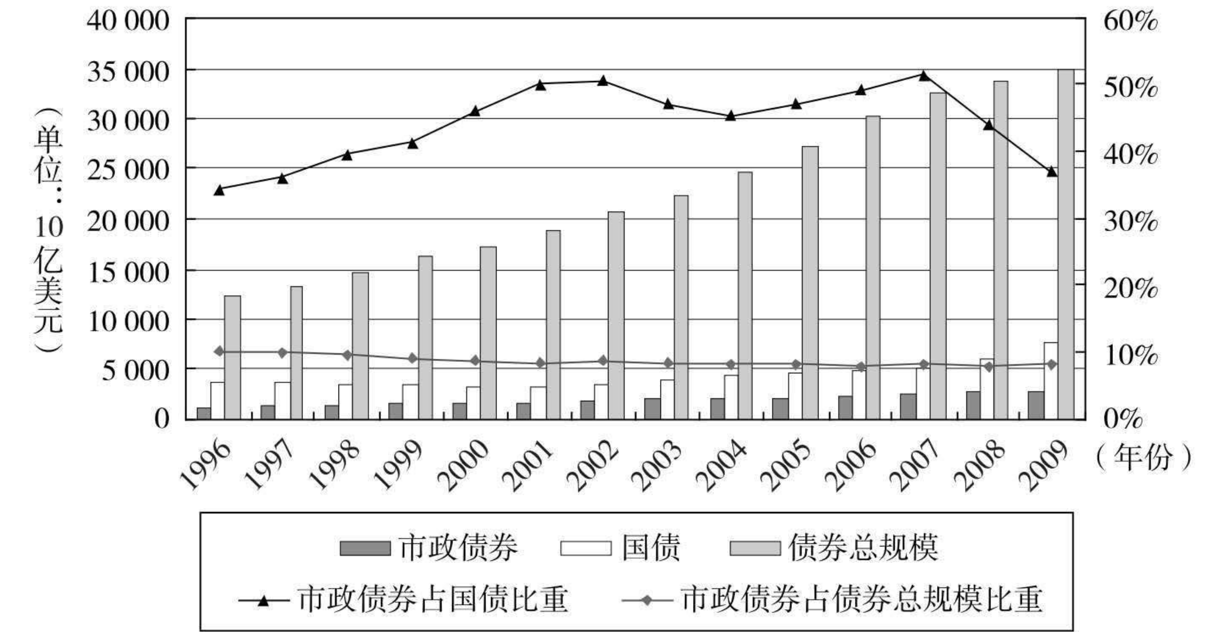


图1-3 1996～2009年美国市政债券规模及占国债、债券总规模比重

再比如日本，在战后经济恢复和城市开发过程中，日本借鉴了美国的做法，发行地方公债取得了巨大的成功。1998年日本地方政府公债总规模为13.51万亿日元，而到2009年6月末，总规模已达到41.76万亿日元，年复合增长率达到10.81%。由于日本债券市场主要以国债为主，因此，地方政府公债占国债比重远低于美国，但近几年随着日本地方政府公债的快速发展，该比重逐年上升，截至2009年6月末，该比例为6.13%。截至2009年6月末，日本地方政府公债占债券总规模比重为4.80%。

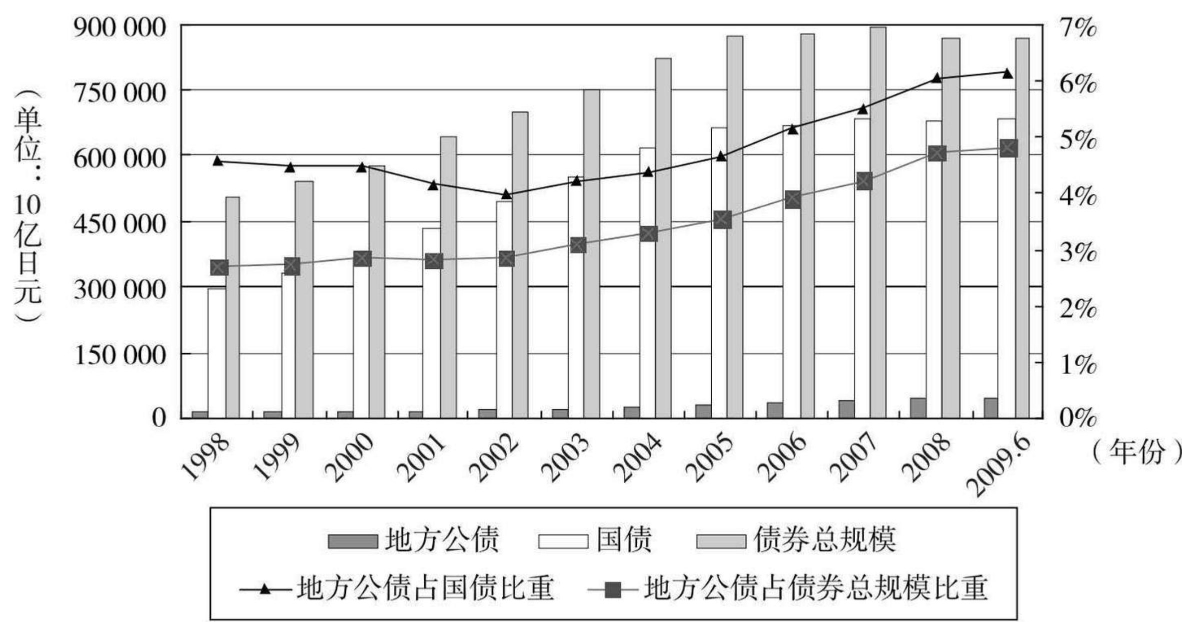


图1-4 1998～2009年6月日本地方公债规模及占国债、债券总规模比重

尽管市政债券在发达国家已成为一种成熟的资本市场工具，但《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）明确规定地方政府不得发行地方政府债券。因而，通过设立地方融资平台来发行城投债，成为地方政府在资本市场融资的主要方式。

上海是国内最早开始城投债尝试的地区。1992年7月22日，经上海市人民政府授权，上海市城市建设投资开发总公司成立，专门从事城市建设资金筹集、使用和管理业务。截至2010年6月30日，上海市通过上海市城市建设投资开发总公司共发行了21期债券，从资本市场累计

筹集城建资金334.28亿元，为上海市基础设施建设作出了巨大贡献。近年来，城投债市场取得了快速的发展，发行城投债的地区已覆盖到全国各地，发行人也从省属城投公司发展到市、县属城投公司。截至2010年6月30日，中国一共发行了339期城投债[注]，发行总规模为4 342亿元。

城投债在中国债券市场异军突起，使得一系列与之相关的问题逐渐浮出水面，并成为市场各方关注的热点。这些问题包括：

1.城投债与市政债券的关系问题

城投债发行主体一般为由地方国资委或财政部门控股的城投公司，其募集资金投向多为地方基础设施建设等公共产品或准公共产品，偿债能力得到了隐性的政府信用支持。但城投债在税收优惠甚至发行主体方面与国际上的市政债券有所不同，城投债不享有税收优惠政策。此外，从发行主体来看，城投债并不是直接由地方政府或其授权机构发行的，而是通过设立隶属于政府的企业作为投融资平台进行融资的金融工具；同时它又区别于传统意义上的企业债券，其发债方主要承担地方政府基础设施建设与运营的相关职能，很少基于“利润最大化”原则进行自主经营和自负盈亏。因此，中国城投债如何定位，以及其与市政债券之间的关系，是社会各界关注的焦点。

2.城投债与地方政府债务风险之间的关系

由于城投债本息的偿还很大程度上需要依靠地方政府的财政收入，其爆炸式的增长，城投债发行主体向区级、县级发展的趋势，以及城投公司之间互保是否会加大地方政府债务风险，也已引起社会各界的关注。

3.城投债的监管缺位问题

由于中国没有关于市政债券的相关法律和制度安排，城投债的立项、设计、审批、发行、流通和偿还都是以企业债形式进行，受《企业债券管理条例》（国务院令〔1993〕第121号）和相关规定的约束；而市政建设项目资金运作和管理与一般企业投资项目有所不同，特别是作为地方政府的隐性负债，偿债来源和资金投向都与地方政府有很大关系，用这些法规来监管城投公司的实用性和合理性并不强，并非长久之计。

4.城投债的发展方向问题

《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号）（以下简称“国发〔2010〕19号文”）的出台导致了城投债发行曾一度停滞，城投债未来的发展方向也成为社会各界关注的焦点。

此外，中国地方政府通过城投公司发债融资的利弊如何，城投债未来如何发展和规范，以及为地方政府不规范举债带来的风险又如何，也是需要进一步解答的问题。因此，在现阶段系统性地研究中国城投债的发展背景及其存在的一系列问题，同时借鉴国外发达国家市政债券发行的成功经验，探索中国城投债未来的发展方向，有着十分重要的理论意义和现实意义。

---

1. 中央、地方财政收入均为本级收入，本表数据不包括国内外债务收入。
2. 2009年发行的2 000亿元和2010年上半年发行的670亿元地方政府债券，均由财政部代理发行并代办还本付息，不属于地方政府直接发债。
3. 除这两种方式外，地方政府还存在国际借款、集资性借款和财政借款的行为。
4. 含城投公司企业债券、城投公司中期票据和城投公司短期融资券。

1.2 研究思路、方法、内容与创新点

1.2.1 研究思路与方法

本书从中国分税制财政体制改革后地方政府融资所存在的问题，以及市政债券和城投债的理论基础出发，借鉴国际市政债券成熟市场的经验，探讨中国城投债的产生背景、意义及发展现状，并结合中国实际情况，对中国城投债的发行与定价规则，以及城投债的评级（包括评级思路、与一般企业债券评级的不同、增信以及增信中所存在的问题）进行深入研究。接着，本书结合城投债的特点，分析了城投债的信用风险来源，并从制度和法律法规等多方面提出了防范城投债信用风险的对策及建议。在对前述问题进行详细分析的基础上，系统性地分析了中国城投债所存在的问题，并提出了未来城投债的发展建议。最后，本书对城投债的发行规模进行了研究。

本书采取理论与实际相结合的研究方法，从市政债券的理论基础出发，力求将定性研究和定量研究、规范研究和实证研究、动态研究和静态研究、一般研究和特殊研究及历史研究和现实研究等方法综合运用，对中国城投债进行系统性研究，并探索出中国地方政府债务融资的有效途径。

1.2.2 研究内容

第1章为绪论部分，主要从中国分税制财政体制改革出发，探讨地方政府纷纷设立地方融资平台进行债务融资的原因，并简述中国城投债产生的原因，论述本书的研究背景及意义，并提出本书的研究思路、方法、框架和创新点。

第2章为理论部分，主要探讨市政债券和城投债的基本特征和分类，并结合国际市政债券的认定标准，分析将中国城投债定位为中国式市政债券的依据。

第3章主要介绍美国、日本、法国和澳大利亚市政债券的发展历程、发展现状和相关制度，通过对比这些国家市政债券制度方面的安排，总结它们的共同特点，为中国城投债市场的发展提供借鉴经验。

第4章研究中国城投债产生背景及原因，以及中国城投债的发展历程和发展现状，并提出中国发展城投债市场的现实意义。

第5章主要分析中国城投公司的特征，并与日本地方融资平台进行对比分析。

第6章首先对中国城投债的发行规则及制度进行研究，包括城投债发行条件、审批流程、承销商主体资格、承销方式、上市流通的准入条件、审批程序以及信息披露等。然后对城投债的利差影响因素进行系统性分析，并在此基础上建立城投债的定价模型。

第7章主要对城投债评级进行系统性研究。首先，研究城投债评级与一般企业债券评级的区别，并提出城投债的评级思路。其次，对城投债增信现状及所存在的问题进行深入研究，并提出完善中国城投债增信体系的建议。

第8章主要分析城投债信用风险来源及其防范。由于大多数城投债的债务偿还都需依靠地方财政，因此地方财政风险成为城投债的首要

风险，本章将对中国地方财政风险的形成机理进行分析。针对中国地方政府债务管理中存在的问题提出完善建议，并对中国地方政府合理举债规模进行探讨，最后提出防范城投债信用风险的对策与建议。

第9章首先将中国城投债市场和美国、日本、法国和澳大利亚等发达国家市政债券市场进行对比分析，重点探索在法律法规、发行主体及运行交易、中介服务以及税收方面存在的差距和不足，并在此基础上，分析现阶段中国城投债存在的主要问题，以及“国发〔2010〕19号文”的出台对城投债市场、地方政府融资及城市化进程带来的影响，并提出未来中国城投债的发展建议。

第10章主要研究中国城投债的合理发行规模。

第11章主要总结本书的研究结论，并结合实践，提出相关政策建议，以及未来研究展望。

1.2.3 本书的创新点

（1）从中国分税制财政体制改革以及城市化的大背景出发，在国内率先系统性地对中国城投债的理论和实务操作进行详细分析和实证研究，填补了国内在城投债方面系统性研究的空白。

（2）对美国、日本、法国和澳大利亚等发达国家市政债券进行了详细的梳理和深入的研究，总结出了可以为中国城投债市场的发展所借鉴的经验。

（3）系统性地研究了中国城投公司的特征，并与日本地方政府融资平台进行了详细对比。

（4）构建计量模型并对中国城投债信用利差影响因素进行了实证研究，实证结果表明：债券信用等级、债券发行规模、债券到期剩余期限、特殊条款、无风险利率期限结构的斜率、GDP同比增长率（季度值）和债券流动性均对城投债利差有显著的影响；并在此基础上建立了中国城投债的定价模型。

（5）对城投债的评级进行了深入研究，探索出了城投债与一般企业债券评级的不同以及城投债的评级思路。

（6）对目前中国城投债增信状况及增信意义进行了全面分析，构建模型对第三方担保和抵/质押担保的增信原理进行了研究，并提出了进一步完善中国城投债增信体系的政策建议。

（7）揭示了中国城投债的特有信用风险，对其首要风险来源——地方财政风险的形成机理进行了探索，较全面地提出了防范城投债信用风险的对策和建议。

（8）深入研究了中国地方政府债务管理中存在的问题，提出了强化地方政府债务管理的建议。

（9）对中国城投债所存在的问题进行了系统性分析，并结合“国发〔2010〕19号文”的出台，提出了未来中国城投债的发展方向。

（10）构建模型并测算了中国城投债的合理发行规模。

第2章 理论基础

【本章概要】

本章主要探讨了市政债券和城投债的基本特征和分类，并结合市政债券的认定标准，分析了将城投债定位为中国式市政债券的依据。

【本章重要问题】

- 市政债券的基本概念。
- 城投债的定义。
- 为什么说城投债是中国式市政债券。

2.1 市政债券及城投债的基本概念

2.1.1 市政债券

1.市政债券的概念

市政债券又称地方政府债券或地方公债，是与中央政府债券（国债）相对应的概念。它是以政府税收或其所属项目收益为偿债来源，根据本地区社会经济发展状况和资金短缺程度，由地方政府及其授权机构或代理机构发行的，在承担还本付息责任的基础上，按照有关法律的规定向社会发行的债务凭证。[注]它是地方政府筹措地方建设资金的一种手段，也是公债体系的一个重要组成部分。市政债券起源于19世纪20年代的美国，当时城市建设需要大量的资金，地方政府部门开始通过发行市政债券筹集资金，到了20世纪70年代以后，市政债券在世界部分国家逐步兴起。

2.市政债券的特点

市政债券一般具有以下几个基本特点：

（1）信用较好。市政债券以地方政府的税收收入或项目收益作为担保，信用仅次于国债，被誉为“银边债券”，运作规范，违约率很低。

（2）融资成本低。由于市政债券借助了地方政府信用，而且运作规范，并通过担保、保险和评级等手段提高安全性，所以融资利率较低。另外，市政债券的利息收入一般享有税收优惠，这也是其发行利

率较低的重要原因。投资者投资越多，相对其他金融品种的利息收入所获实惠就越大，有利于地方政府以较低的成本筹集发展地方经济和进行地方建设的所需资金。

（3）限定使用范围。各国地方政府发行市政债券所筹集资金一般用于社会公益性项目和基础设施的建设，债券的用途在有关的地方政府法规、地方财政法规或专门的市政债券管理条例中有明确规定。市政债券这种偏重资本性项目的特点，是为了达到为地方经济发展提供软件和硬件支持，促进社会再生产的目的。

（4）期限较长。由于市政债券主要用于交通设施、医院、大学宿舍和公用事业项目建设方面，而这些项目的建设周期都比较长，这就决定了市政债券多为长期债券，最长可达三四十年。短期市政债券所占的比例较低，多用于地方财政资金的短期周转。

（5）流动性较好。地方政府可以根据自身财政收支状况，自行确认债券发行规模，而无须通过法律形式事先确认。在市政债券制度比较完善的国家，大多有高度发达的地方债券市场，而且由于市政债券安全性好，债券的信用等级比较高，投资者愿意接受，因此市政债券容易流转，具有较高的流动性。

3.市政债券的类型

根据发行者自身信用状况和偿债资金来源的不同，市政债券可分为一般责任债券和收益债券两种类型。

（1）一般责任债券（General Obligation Bonds）。

一般责任债券是以发行机构的全部声誉和信用为担保、以地方政府财政税收为支持的债券。在这种模式下，市政债券并不与特定项目相联系，因此，其还本付息得到地方政府的信誉和税收支持，也就是

以地方政府的无限征税能力作为还本付息的保证。除税收外，附加税收、准许收费、特殊收费和罚款等都可用于市政债券发行的担保，因此一般责任债券是市政债券中信用等级最高的债券。根据债券信用担保能力的不同，一般责任债券又可分为有限税收一般责任债券、十足信用担保债券和双重担保债券等。

（2）收益债券（Revenue Bonds）。

与一般责任债券不同，收益债券一般都与某一特定项目或部分特定税收相联系，其还本付息资金来自投资项目（如高速公路和机场）的收费。收益债券信用风险的评价基于对项目未来收益的评价和预期，由于投资项目未来现金流存在不确定性，因此收益债券的风险要高于一般责任债券。

收益债券的发行人、发行目的及其投资项目均具有特定性，主要呈现以下几个方面的特征：①发行人是某级地方政府授权的代理机构（如市政建设公司）；②所筹集的资金用于公用事业、准公用事业以及医院、学校等公用设施的建设，而不是用于发放工资、弥补行政经费和社会保障资金不足等方面；③偿债资金来源于项目自身的收益（不排除政府给予一定限额的补助）。

根据其筹集资金用途的不同，收益债券又可以分为机场债券、专科学校和大学债券、医院债券、公用电力债券和收费公路债券等。

（3）两种发行类型的比较。

通过对市政债券发行类型的研究，可以明晰两种发行模式之间的基本差别。

第一，担保资金来源不同。一般责任债券以政府完全信用为担保，还款来源是政府的财政收入；而收益债券的还款来源是项目本身

的现金流。

第二，对地方财政规模要求程度不同。一般责任债券作为地方政府的直接债务，经济发展及财政规模状况会对其还本付息产生较大影响，因此一般责任债券要求地方政府的财政收入规模必须足够大，这样才能够保证在满足政府经常性开支和其他资本性投资后，有足够的收入留存用于债券的本息偿付；而收益债券以投资项目产生的现金流作为还款保证，投资项目自身的效益情况是决定能否按时还本付息的关键，对地方政府的财政收入规模没有要求。

第三，制度管理要求程度不同。如果发行一般责任债券，要求地方政府的财政收支制度和财政预算制度必须能够在相当程度上限制地方政府财政行为的随意性，以减少由于还款资金挪用或不足等造成的债券违约；而收益债券违约风险主要来自项目本身是否能够产生足够现金流来偿还本息，风险控制主要在于项目本身，政府财政制度方面的影响作用相对较弱。

表2-1 一般责任债券和收益债券比较

类　别	偿债来源	发债用途	发行单位	发行条件	信用状况
一般责任债券	财政税收	纯公共产品	地方政府	较严格，需全民表决	高
收益债券	项目收入或其他收入	准公共产品	政府代理机构或授权机构	较宽松	较高

4.市政债券的作用

市政债券作为市场经济和现代财政分权制度的重要组成部分，在现代经济条件下对地方经济乃至一国经济的发展起着至关重要的作用。

（1）弥补地方财政赤字。

当经常性的财政收入不能满足财政支出的需要时，弥补财政收支缺口的常用办法就是发行债券。根据财政赤字的大小，结合债务主体的承担能力，选择合适的债务发行规模，满足财政支出的资金需求，是市政债券使用的主要目的和作用之一。

（2）促进投资增长，筹集建设资金。

社会经济的发展离不开投资的合理增长。随着社会经济的发展，许多与地方居民直接相关的公共物品需要不断增加，地方政府的支出规模随之扩大，带来的相应后果是，地方政府往往面临一些临时性的大额支出。这些临时性的大额支出完全依靠地方政府的经常性财政资金既不合理又不可能，而通过发行地方公债来筹措这些资金，则不仅可以解决地方建设资金问题，缓解地方财政的支出压力，而且通过地方公债负担的转移，可以使财政支出更合理地在更多的受益者之间分担。

（3）优化地方资源配置，发挥调控地方经济的杠杆作用。

从地方公债的认购者来看，如果由社会公众认购，则会减少社会公众储蓄，相应的也就会减少以社会公众储蓄为资金来源的一般生产经营投资；如果由一般生产经营单位认购，则会直接减少用于一般生产经营的投资；同样，如果地方公债由银行认购，也会减少银行投向一般生产领域的贷款。这样，不论地方公债的认购者是企业单位还是社会公众，都会使一般生产经营投资减少，而地方政府又会将地方公债收入用于提供地方性公共物品，通过这一过程，发行地方公债使得资源在一般生产经营部门和基础产业部门间进行配置。地方政府通过发行债券也使得社会资金集中到地方政府手中，由地方政府支配，这样地方公债又会在公私部门资源配置中发挥作用。同时，在社会资金可以自由流动的情况下，地方政府无论是向本地还是向外地发债，都会使资金在地区之间流动，使资源在地区间配置。

（4）增加地方社会总需求，促进社会总供求平衡。

政府支出是构成社会总需求的重要内容，政府支出的增加可以直接导致社会总需求的增加。在地方政府不得发行债券的情况下，地方政府支出的增加受到税收及其他经常性财政收入的数量限制；在地方政府允许通过发行债券筹集资金时，地方政府支出便可在经常性收入的基础上有所扩大，在没有对其他经济主体的支出需求造成挤出效应的条件下，便可增加社会总需求。因此，债务资金的使用便成为地方政府扩大社会总需求的重要工具之一。

2.1.2 城投债

《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）第28条规定："除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。"因此，地方政府只能以间接方式发债，这就导致中国目前并没有真正意义上的市政债券，而只有名义上的市政债券，即城投债。同时，城投债又有别于真正意义上的企业债，其发债方主要承担地方政府的相关职能，并享受相应的优惠政策，很少基于"利润最大化"原则进行自主经营和自负盈亏。

1993年4月15日，上海市城市建设投资开发总公司成功发行了中国第一只城投债，揭开了中国城投债发行的序幕。从此，各地方政府纷纷效仿上海，城投债规模不断增加。目前中国地方政府所进行的债券融资，依据资金用途和发行主体的不同，具体来说可划分为三个层次。一是用于道路桥梁、公共交通和公用事业等市政建设项目，这是中国地方政府债券融资的主要目的，债券发行人多为地方政府组建的城投公司。城投公司既是中国城市基础设施投资、建设和运营的主体，也是地方政府市政建设的融资平台。二是用于高速公路、港口、机场、开发区和能源等基础设施建设项目，债券发行人通常是地方政

府设立的经营企业，也属于市政债券范畴，从广义上讲，这类债券也可以纳入城投债范畴。三是由中央代地方政府发行的地方债，本质上更接近准国债。

一般来说，城投债主要具有以下几个显著特征：

（1）尽管募集的资金通常投向资本密集、投资回报期长和具有公共物品性质的市政项目，但从债券的立项、设计、审批、发行、流通到清偿，则完全套用了企业债券的运作模式。它实际上是地方政府借企业的“壳”，实现为其筹集市政建设资金的目的。

（2）借了“壳”的地方政府一方面在债券发行计划上给予发债企业极大倾斜，另一方面为发债企业提供诸如隐性担保、开发许可和税收优惠等各种政策，而且一旦出现兑付问题，地方政府有责任代为清偿。因此，城投债的发行不是纯粹的企业行为，而是带有很强的地方政府行为痕迹。

（3）信用级别高、收益率高，投资者购买踊跃。地方政府信用是仅次于国家信用的第二大信用体系，以地方政府信用作为最终保障的城投债在信用级别方面具有相当优势，同时大型国有企业和国有商业银行为其提供直接融资担保。由于城投债按照企业债模式运作，它与一般企业债券相比的信用优势在债券定价上并未得到充分体现，这就为投资者提供了一个以较低风险取得较高收益的机会。

---

1. 何德旭，高伟凯.中国债券市场：创新路经与发展策略［M］.北京：中国财政经济出版社，2007：72。

2.2 城投债是中国式市政债券

从国际经验来看，可以从以下四个方面认定一种债券是否为市政债券：一是发行主体是否为地方政府及其授权机构或代理机构，二是所筹集资金是否投向城市公用设施建设，三是偿债资金的来源，四是是否具有特殊的免税待遇。中国城投债除没有特殊免税待遇外，基本具备市政债券的上述特征。

1.发行主体

城投债的发行主体（城投公司）是由地方政府或者部门机构为筹集资金用于市政建设而设立的融资平台，其经营领域主要集中在城市基础建设、电力投资、海港与服务行业、建筑与工程以及多领域的控股行业。城投公司的性质与一般性企业有很大差异，盈利能力普遍较差，财政补贴是这类城投公司的主要利润来源。此外，城投公司往往缺乏相应经营自主性，其相关经营计划、人事安排以及发展规划都要受到地方政府的干预和控制。城投公司实质上可以看做是地方政府市政债券代理发行机构，因此，城投债在发行主体方面符合市政债券的要求。

2.资金用途

城投公司在设立之初，定位就较为清晰，其发行的债券所获得的资金范围比较明确，都限定于那些和政府公共职能有关的基础建设行业，如水利和环境治理、道路建设以及城市园区建设等，很少用于盈利性高的项目。从截至2009年12月31日有统计资金用途的133期城投债来看，投向水利与环境治理方面占据首位，共发行了51期，占38.3%，发行金额为666.5亿元，占总发行金额的36.7%；其次为道路建

设，共发行32期共544亿元，分别占总期数的24.1%和总发行金额的30%；而城市园区建设以及综合类则分别发行了23期和22期，发行金额为258.7亿元和286.8亿元。

表2-2 截至2009年12月31日城投债资金用途分布表

资金用途	期数（只）	金额（亿元）	期数比例	金额比例
水利及环境治理	51	666.5	38.3%	36.7%
道路建设	32	544	24.1%	30.0%
城市园区建设	23	258.7	17.3%	14.2%
综合类	22	286.8	16.5%	15.8%
其他	5	59.5	3.8%	3.3%

3.偿债资金来源

由于城投公司承担公共建设的性质决定了其盈利能力有限，单靠城投公司自身的经营收益很难维持持续经营，更不要谈有剩余资金来偿还到期债务。这就必须依靠地方政府一方面在债券发行计划上给予城投公司极大倾斜，为城投公司提供诸如隐性担保、开发许可和税收优惠等各种政策；另一方面，地方政府还必须以财政补贴形式给予大量资金支持。这样就使得这些城投公司的偿债资金很大程度上来源于地方政府的财政收入。

总体来看，城投债从其发行主体、资金用途和偿债资金来源三个方面来看，都属于市政债券性质，具有明显的政府行为特征。因此，可以将城投债认为是中国式市政债券。

进一步分析，中国城投债更类似于收益债券，而不是一般责任债券。这点从发行程序、资金用途、偿债资金以及信用级别上可以清晰看出。从发行程序来看，城投债和收益债券发行程序比较简单，无须专门的地方权力机构（地方人大）进行专门批准，而只是需要地方行政机构设立一个满足发行企业债券条件的城投公司，便可以进行发债。从资金用途来看，城投债和市政债券募集资金基本都是用于道路

桥梁、公共交通和公用事业等准公共产品上。由于这些准公共产品在一定程度上可以产生一部分收益，也就使得在偿债资金上，可以在一定程度上依靠这些项目自身产生的现金流进行还本付息。虽然这部分收益有限，使得偿还债券本息还主要依靠地方政府通过专门资金补贴来进行，但是如果这些城投公司经营管理较好，则可以在很大程度上减轻地方政府对城投公司的补贴压力。也正是由于地方政府对城投公司和城投债进行间接或隐性担保，造成了城投公司主体及债券级别和收益债券相似，相对于一般责任债券不是很高。

第3章
国际市政债券的经验

【本章概要】

西方发达国家，尤其是美国、日本、法国和澳大利亚的市政债券都经历一二百年的发展，各项制度和体制已经相当完善和成熟。本章详细介绍了这些发达国家市政债券的发展历程、制度和现状，通过对比这些国家市政债券制度方面的安排，总结出它们的共同特点，为中国城投债市场未来的发展提供一些重要思路。

【本章重要问题】

- 美国市政债券发展。
- 日本市政债券发展。
- 法国市政债券发展。
- 澳大利亚市政债券发展。
- 其他主要国家市政债券发展。

3.1 美国市政债券

作为市场经济最为发达的国家，美国的市政债券已经发展得相当成熟，包括由州、城市、城镇、县政治实体的分支机构以及它们的授权机构或代理机构所发行的债券，所募集资金通常用于当地城市基础设施和社会公益性项目建设。美国市政债券市场是在19世纪20年代作为基础设施建设的融资中介发展起来的。从1812年美国纽约市首次发行市政债券以来，美国的市政债券已经有将近200年的历史。这将近200年的发展，使美国拥有目前世界上发行规模最大，运作最为规范的市政债券市场。美国市政债券规模基本呈现增长趋势，2009年年底，美国市政债券余额为2.81万亿美元，占债券市场总规模的比重为8.09%，占当期GDP的比重达到19.72%。美国州和地方政府的借款和发债行为已经成为其金融体系中最活跃、增长最迅速的一部分，市政债券与国债、抵押贷款债券和公司债券等一起共同构成了美国完善的债券市场。

表3-1 美国市政债券占债券总规模及GDP的比重

年　份	市政债券（10亿美元）	债券总规模（10亿美元）	GDP总量	市政债券占债券总规模比重	市政债券占GDP比重
1996	1 261.60	12 264.96	7 838.50	10.29%	16.09%
1997	1 318.70	13 267.77	8 332.40	9.94%	15.83%
1998	1 402.70	14 620.56	8 793.50	9.59%	15.95%
1999	1 457.10	16 227.00	9 353.50	8.98%	15.58%
2000	1 480.50	17 202.80	9 951.50	8.61%	14.88%
2001	1 603.60	18 789.80	10 286.20	8.53%	15.59%
2002	1 763.00	20 518.00	10 642.30	8.59%	16.57%
2003	1 876.80	22 409.40	11 142.10	8.38%	16.84%
2004	2 000.20	24 572.00	11 867.80	8.14%	16.85%
2005	2 225.90	27 123.60	12 638.40	8.21%	17.61%
2006	2 403.30	30 046.20	13 398.90	8.00%	17.94%
2007	2 618.90	32 366.40	14 077.60	8.09%	18.60%
2008	2 683.50	33 735.30	14 441.40	7.95%	18.58%
2009	2 811.60	34 746.50	14 256.30	8.09%	19.72%

资料来源：Securities Industry and Financial Markets Association，The World Bank

3.1.1 美国市政债券的演变阶段

美国市政债券的发展大致经历了内战前、内战后至1910年、1910～1956年和1956年后四个阶段。(注)

1.第一阶段：内战前

这是市政债券的初始阶段，以州政府负债需求为主。19世纪20年代，美国许多州都致力于发展各自经济，主要是修建公路和开通运河等基础设施。1825年，纽约州筹资修建伊利运河的成功，使得其他州都纷纷修建运河。这段时期，投资于运河建设的资金共达1.88亿美元，其中多数来自州和地方金库，约占总资金量的73%，而州和地方政府提供的投资资金主要是来源于州政府对国外投资者发行的债券。(注)这个时期主要是州政府发行市政债券，而地方政府参与的比较少。相应的，19世纪40年代以前州政府的负债需求及债务就明显大于地方

政府。1843年，州政府的负债总额为2.31亿美元，而地方政府债务仅为2 750万美元。但随着经济的萧条和债务的增多以及部分运河的效益不理想，很多州政府陷入了债务危机，政府信用受到巨大冲击，发行债券也受到很大打击，市政债券的发展也陷入低谷。

2.第二阶段：内战后至1910年

这是市政债券的发展阶段。这个阶段的显著特点是地方政府的债券迅猛发展，而州政府的债券发展则相对较慢。这是因为19世纪40年代前后的危机使得州政府的信用严重受损，地方政府的信用则相对提高，在投资者看来，地方政府的市政债券比州政府发行的债券更加可靠和安全。同时，随着美国经济的持续发展，美国的工业化脚步不断加快，城市人口大量增加，城市规模明显扩大，仅仅依靠州政府来解决城市建设资金已经不能满足需求。在这个背景下，各州纷纷通过立法，允许地方政府为铁路和运河等基础设施提供资金。地方政府尤其是一些城市不断通过发行债券来筹集资金用于市政公共建设。截至1912年，地方政府债务余额已经达到34.76亿美元，比1860年增长了16倍，而这个时期州政府债务仅增加约1/3。[注]

3.第三阶段：1910～1956年

这个阶段为州政府债券和地方政府债券同步快速发展阶段。20世纪最初的20年是美国历史上经济社会发展非常快的时期，经济快速增长，城市化水平迅速提升。这个时期的一个突出特点是汽车工业的迅猛发展。随着20世纪汽车工业的发展，汽车在美国家庭的普及，居民对市内街道、跨区公路的需求越来越大，这促使美国州政府和地方政府加大高速公路和公共交通的投入，这些资金的来源主要是市政债券的发行。据统计，从1914年到1929年，全美国铺设的公路里程增长了1.57倍，铺设的高等路面的公路里程增长了7.76倍。[注]1929年，政府用于道路建设的支出（也是当时政府开支最大的项目）总额超过20亿

美元，相当于当时GNP的2%，而高速公路、道路和街道等方面的建设资金规模由1920年的7.48亿美元增加到1930年的30亿美元。㊟随着经济大萧条的到来，美国州政府和地方政府的税收收入越来越少，而此时罗斯福新政实施，各级政府不断加大公共投资力度。各级政府支出的增加，导致了市政债券相应增加。

4.第四阶段：1956年后

这个阶段的市政债券继续稳步增长并且投资方向不断多样化。第二次世界大战后，美国经济经历快速增长的黄金时期，城市化进程出现新的特点。大量人口流向大都市的郊区，这就要求市政投资也集中在大都市的郊区，以及都市之间的相连和交叉地带，此段时期高速公路成为政府投资的重点。如1967年，州政府资本支出中高速公路建设支出占38.9%，长期债务中高速公路债务比例为36.1%。㊟20世纪70年代后，各地政府为了加快本地发展，纷纷采取措施吸引资金，加上市政债券都具有免税功能，而且都有政府对其进行担保，地方债券发行量不断增加，形式也越来越多样化，不再局限于传统用途，很多用于工业发展、污染控制设施、学生贷款和住房贷款等。与此同时，随着免税市政债券被大量用于工业发展，州和地方政府债券的免税优惠被严格限制了，非传统用途负债需求受到了明显制约。1968年，联邦政府因担心联邦所得税会减少以及用借款进行补贴会引起投资扭曲，开始限制和地方政府免税债券的运用。首先针对的是工业发展债券（Industrial Development Bond，简称IDB），此后几年这种债券几乎消失了。1986年，联邦政府又对税收制度进行了改革，税收改革法案对私人用途的免税市政债券施加了更为严格的限制，从而减少了州和地方政府发行用于私人目的免税债券的规模。

3.1.2 美国市政债券的种类

根据债券期限的长短，可将美国市政债券分为长期债券和短期债券。短期债券是指一年以内的债券，主要是市政票据和商业票据等。这些主要是为弥补州、地方政府财政收支不同步所产生的差额而发行的，并以地方收入为还款来源的临时性借款。具体来说，市政票据包括税收预期票据、收入预期票据、拨款预期票据以及债券预期票据。这些是州、地方政府和特权机构临时借款，期限一般为12个月。商业票据是指地方政府发行的期限为1～270天的短期免税票据，这类票据类似于公司发行的商业票据。长期债券往往与特定基本建设项目挂钩，其期限通常根据用款项目的期限而定，而基本建设项目的周期一般较长，用款需较长的时间，只有长期债券才能适应基本建设资金筹措的需要。长期债券按照信用基础又可分为一般责任债券（普通债券）和收益债券。一般责任债券并不与特定项目相联系，而是以发行机构的全部声誉和信用作为担保的债券，其还本付息得到发行政府的信誉和税收支持。收益债券与特定项目或部分特定税收相联系，其还本付息来自投资项目（如高速公路和机场）本身所产生的现金流，因此其风险要高于一般责任债券。大部分收益债券用于为政府拥有的公用事业和准公用事业以及医院和学校等筹资。在美国市政债券中，主要以中长期为主。2001年美国长期债券为2 865亿美元，所占比重高达83.6%，短期债券只有561亿美元；然而到2009年美国发行的市政债券中，长期市政债券为4 140亿美元，所占比重为86.61%，短期市政债券规模为640亿美元，如图3-1所示。

图3-1 2000～2009年美国市政债券发行期限结构



资料来源：Thomson Reuters

此外，除了上述基本类型的市政债券外，美国市政债券还包括混合债券和特种债券。它们除具有一般责任债券和收益债券的特征外，还具有更独特的债券结构，例如换新债券和交叉更新债券等。近年来，美国州和地方政府发行了越来越多的债券，这些债券的利息将由所谓的上缴收入进行支付，比如销售税、烟草税、固定收费和罚款。它们的许多结构是模仿资产支持债券的，因此被称为"上缴税收债券"和"结构化/资产支持债券"。这种对市政债券提供担保的资产通常是上缴收入而不是担保应税资产支持债券的信用卡应收款、住宅权益贷款以及汽车贷款支付。

近些年，随着金融产品的不断创新，在传统市政债券的基础上不断衍生出新的市政债券产品。它们通常是通过拆分最新发行的债券和二级市场上现存债券的现金流来完成的。这些产品是通过把利息支付和本金支付分成两个或者更多的债务种类或者档次而创立出来的。这样创立出来的债券种类与创立衍生的基础固定利率市政债券相比，具有非常不同的收益和价格波动特性。通过扩展在市政债券市场上能够得到的风险/收益类型，机构投资者可以更为灵活地构造市政债券投资组合，以实现特定的资产/负债目标，或者使得对利率或收益率曲线的预期更加准确。普通的衍生债券主要包括两类：浮动利率债券和反向浮动利率债券。它们都是从固定利率债券衍生出来的。市场上反向浮

动利率债券主要分为两种：拍卖利率债券和随后开发的偿还选择权债券产品（Tender Option Bond，简称TOB）。各种形式的TOB计划自20世纪80年代初就已经存在，但是直到20世纪90年代才被广泛使用。

3.1.3 美国市政债券的特点

1.税收减免

美国市政债券最突出的特点就是税收优惠。在美国，市政债券绝大部分都享受联邦政府或者地方政府的税收优惠政策，联邦政府对投资者投资于市政债券的利息所得给予税收减免优惠。而若投资于一般公司债券，投资者不仅需要缴纳利息所得税，而且还需要缴纳资本利得税。美国没有单独设置利息税，利息收入和工资收入一样纳入所得税征税范畴，按照累进税率进行征税。而资本利得税方面，对于个人来说，长期投资的资本利得（超过1年的投资）税率较低，2003年长期投资的资本利得税率被调降到15%（对于归入最低和次低所得税缴纳人群的，资本利得税为5%）；短期投资的资本利得税率较高，与一般所得税税率相同。然而，到2011年所有被调降的资本利得税率将恢复到2003年前的水平，即20%。可以说，税收上的优势，是推动美国市政债券发展至关重要的因素。

根据美国《1986年税收改革法案》的规定，市政债券的税收待遇有3种情况：（1）用于公共目的的债券，利息收入免缴联邦所得税；（2）用于私人项目的债券需要缴纳联邦所得税，但可以免缴债券发行所在州的所得税和地方政府所得税；（3）既非政府目的，又非私人项目的债券，如住宅与学生贷款，也是免税的，但发行数量受到限制，而且利息收入被作为选择性最低税收的优先项目，即在确定联邦政府对个人收入进行征税的税基时，投资市政债券所获得的利息可以享受最低税率优惠。目前绝大多数市政债券都属于用于公共目的的免税债

券。此外，市政债券发行者还享有所得税减免的优惠政策，根据美国联邦政府的“建设美国债券计划”，市政债券发行者如发行完全应税债券为基础设施项目筹措资金，可获得利息的35%作为补贴。

根据投资者所享受税收优惠种类的不同，市政债券可以划分为三类：第一类是享受免联邦税的市政债券。根据美国《联邦法典》第26编第103条规定，投资者购买美国市政债券所获得的债券利息不计入联邦纳税的总收入中。第二类是享受选择性最低税率优惠的市政债券。也就是说，在确定联邦政府对个人收入进行征税的税基时，投资市政债券所获得的利息可以享受最低税率优惠。第三类是享受州政府税收优惠的市政债券。投资某些市政债券所获得的利息虽然不能享受美国联邦税收优惠，但是可以享受州政府的免税优惠。

比较免税的市政债券和应税债券的收益率的共同标准是等价应税收益率，计算方法如下：

等价应税收益率=免税收益率/（1-边际税率）

比如，假设边际税率为20%的投资者正在考虑购买收益率为6.4%的免税市政债券，等价应税收益率则为6.4%/（1-20%）=8%。

由于市政债券具有免税特征，所以市政债券的收益率比相同到期期限的国债收益率低，但是市政债券收益率与国债收益率随时间和期限的变化而变化，如表3-2所示。

表3-2 1996 年9月13日高级免税市政债券的收益率

期限（年）	收益率（%）	对国债收益率的百分比（%）
1	3.95	67
3	4.45	69
5	4.65	70.1
10	5.1	74.2
20	5.7	79.1
30	5.75	81.3

资料来源：Weedly market update，Goldman Sachs & Co.，Fixed Income Research，New York，September 13，1996

市政债券的税收优惠政策，很大程度上决定了投资者的类型。随着美国政府将边际税率提高到39.6%，越来越多的个人投资者选择市政债券作为投资对象，以规避税收，这使得个人投资者成为美国市政债券的主要投资者。截至2009年12月31日，个人投资者持有美国市政债券的总量为9 978亿美元，占美国市政债券总量的35.49%。[注]税收优惠政策也导致了在市政债券的主要投资群体中没有养老基金和外国投资者，主要是由于这些投资者投资任何证券都不需缴纳联邦所得税，这就使得市政债券和其他债券相比失去了税收优惠的优势，而市政债券的利率又低于其他债券，这就造成了养老基金和外国投资者很少投资于市政债券。

2.信用好

在美国，市政债券的信用等级只低于联邦政府债券，是一种准国债，并且随着保险公司的加入，市政债券的投资更加安全和可靠。

3.税后收益率高

一般来说，债券信用等级与债券利率呈相反的变动关系，债券信用等级越高，债券利率就可以定得越低。同等条件下，美国联邦政府

债券利率低于企业债券利率。虽然州和地方政府的信誉要低于联邦政府，但由于市政债券享受了免税待遇，市政债券利率仍然要低于联邦政府债券利率，但是市政债券税后收益率高于联邦政府债券。由于免税特征，市政债券的收益率要低于同等级别的应税债券收益率。通常，市政债券收益率曲线向上倾斜。

4.与保险结合

美国市政债券的另一特色就是市政债券发行业务与债券保险相结合。市政债券的保险始于20世纪70年代。

5.期间富于弹性，以中长期为主

从图3-2中美国市政债券期限结构来看，长期债券占据绝对主导地位，10年以上期限的市政债券规模占比达到82%，其中20年以上占比达到55%，而短期债券占比仅为3%。

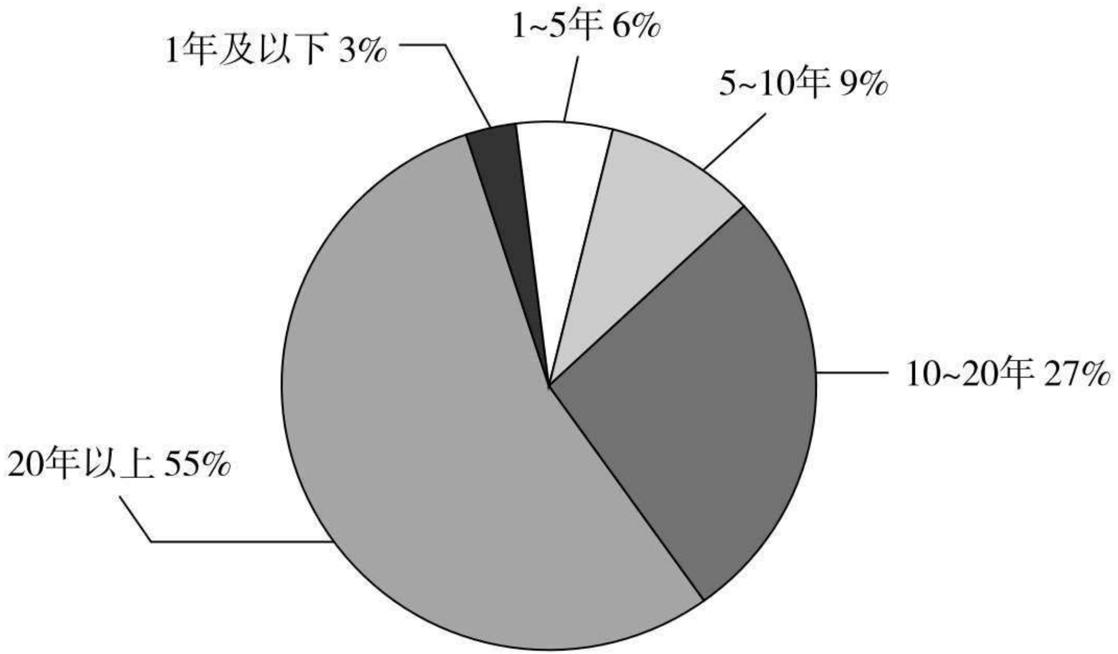


图3-2 截至2009年12月31日美国市政债券期限结构（按金额）

资料来源：Municipal Securities Rulemaking Board

6.容易变现和借款的价值

美国州政府债券的70%以上是中长期债券，一般来说，大众投资州政府债券都愿意持有它们直到期满，但如果发生意外事件，可利用州政府债券做抵押向银行借款，一般可借到债券价格的85%。

3.1.4 美国市政债券的发行者

在美国，市政债券的发行主体包括政府、政府机构（含代理或授权机构）和以债券使用机构身份出现的直接发行体。大多数的地方政府和地方政府代理机构都通过市政债券进行融资。通常情况下，政府机构在组建过程中，就通过立法对发行债券的权力给予了明确的界定，对债券发行规模也有一定限制。对债券的发行有时也会有一定的限制，这些限制一般是由全国性法律来规定的，有时州立法中也限制发行人（包括州自身）发行公共债务的数量。在全美国8万多个地方政府中，大约有5.5万个是市政债券的发行者。除了少数大规模发行者外，大部分地方政府机构属于小规模的发行人。大规模发债者有：加利福尼亚州政府、洛杉矶运输局、长岛公用电力局和纽约/新泽西港务局等。市政债券项目涵盖了教育、交通、公用事业、福利事业、产业补贴以及其他项目。具体来说，既包括机场、港口、高速公路网、电力系统、供水或排污系统、公立学校、公园和旅游景点，以及为低收入家庭提供的补贴住宅等，也包括医院、会议中心、废品和污染控制、自然资源恢复和养老制度融资等。

表3-3 2007 年美国排名前列的州发行商及所占总债券的比重

发行主体	比例（%）
加利福尼亚	18
得克萨斯	10
纽约	9
佛罗里达	5

资料来源：Thomson Financial Securities Data

3.1.5 美国市政债券的投资者

美国市政债券的投资者包括：个人家庭、货币市场基金、共同基金、保险公司、银行、银行年金信托以及封闭式基金和其他投资者等（表3-4）。如今个人投资者作为最大的市政债券持有者，其占有比例一直保持在35%左右。其中一个重要的原因是税收政策的调整。随着美国法律将边际税率提高到39.6%，而市政债券具有免税优势，这就使得越来越多的个人投资者选择市政债券。其次是共同基金，其持有比例几乎和个人投资者保持一致。商业银行一度是市政债券的主要持有人，但是1986年8月7日之后，银行不再享有被准许扣除购买市政债券资金利息成本的80%这一特殊豁免权，银行投资的热情受到严重打击，投资比重也不断下降，从20世纪70年代的50%左右降低到2009年的9%。由于财产和灾害保险公司的盈利是周期性的，通常在高利润年度，财产和灾害保险公司为使其收入少缴或免缴收入税，一般会增大其对市政债券的购买，反之则会削减其对市政债券的投资。养老基金和外国投资者由于不需缴纳联邦收入税，无法享受在购买市政债方面的优惠，因此，一般不投资市政债券。

表3-4 1996～2009年美国市政债券持有者状况（单位：10亿美元）

年 份	个人投资者		共同基金		银行机构		保险机构		其 他		合 计
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例	
1996	493	39.08%	416.9	33.05%	107.1	8.49%	188.8	14.97%	55.8	4.42%	1 261.60
1997	497.6	37.74%	446.2	33.84%	112	8.49%	208.3	15.80%	54.4	4.13%	1 318.50
1998	498.7	35.55%	496.1	35.37%	120.4	8.58%	226.5	16.15%	61	4.35%	1 402.70
1999	528.1	36.24%	519.5	35.65%	125.7	8.63%	219.1	15.04%	64.7	4.44%	1 457.10
2000	531.2	35.87%	540.6	36.51%	128.6	8.69%	203.2	13.72%	77.1	5.21%	1 480.70
2001	581.1	36.24%	604.4	37.69%	143.7	8.96%	192.5	12.01%	81.7	5.10%	1 603.40
2002	678.4	38.48%	641.8	36.41%	148.5	8.42%	202.9	11.51%	91.3	5.18%	1 762.90
2003	703.8	37.03%	671.6	35.34%	164.2	8.64%	250.3	13.17%	110.5	5.81%	1 900.40
2004	742.4	36.56%	697.2	34.33%	180.2	8.87%	297.9	14.67%	113.2	5.57%	2 030.90
2005	820.9	36.88%	737.9	33.15%	209.6	9.42%	345.7	15.53%	111.8	5.02%	2 225.90
2006	871.8	36.28%	804.1	33.46%	242.3	10.08%	371.8	15.47%	113.3	4.71%	2 403.30
2007	896.8	34.24%	934.8	35.69%	254	9.70%	412.7	15.76%	120.6	4.60%	2 618.90
2008	936.8	34.91%	964.7	35.95%	263.2	9.81%	429	15.99%	89.8	3.35%	2 683.50
2009	997.8	35.49%	968.2	34.44%	262.3	9.33%	463.7	16.49%	119.6	4.25%	2 811.60

资料来源：Federal Reserve System

3.1.6 美国市政债券的发行、流通及偿还

3.1.6 .1市政债券的发行

在市政债券一级市场上，承销活动依据美国《1933年证券法》及相关法律进行。

市政债券的发行有两种方式：公开向投资公众发行和私下配售给一小部分充当代理商的机构投资者。公开发行又有两种方式：竞争承销和协议承销。

竞争承销，即以竞争投标的方式发行债券。首先，要求市政债券的发行人在公开的刊物上刊登公告，即正式销售通知。公告的内容包

括：发行规模，到期安排，发行时间、地点和日期，保证金数额以及竞标方式等。意向承销的承销商看到通告后将组成承销的辛迪加组织，参与竞标。所谓辛迪加组织是由市政债券自营商和自营银行等交易商组成的临时联合体。其中一个成员充当牵头管理人，管理辛迪加账户，主持辛迪加集会。辛迪加也可以有联合管理人，联合管理人轮换担当牵头管理人。根据成员申购定金的数量划分不同的等级，处于同一等级的账户成员拥有相同的参与份额。一个辛迪加组织通常只有2～3个成员等级。辛迪加的管理人和成员共同协商确定息票利率、再销售价格、销售折让、承销价差以及认购时间。牵头管理人负责标书编制和呈递，确保其符合投标要求等。

接收标书截止后，发行人的决策层在参加竞标的辛迪加组织中，确定初步中标者，并投票决定最终的中标者。只有发行人授予债券后，中标者才拥有债券。然后，中标者开始着手组织债券发售。

一般责任债券都要以竞争投标的方式销售，但收益债券通常采用协议承销。在协议承销中，发行人向几家潜在的承销商发出邀请，然后这些承销商向发行人递交申请报告，说明它们承销的资质与能力。发行人在申请者中选出承销的辛迪加组织的牵头管理人和成员，成立该市政债券的承销辛迪加。然后设立一个辛迪加账户，并与承销商签订协议。发行人和牵头管理人或联合管理人共同设计债券，确定发行的面值、息票率、付息方式、发行时机、发行价格、目标客户群、价差以及到期偿还方式。发行人和牵头管理人就这些内容达成一致后，由发行人理事会在一两天内作出最终授予该承销辛迪加组织债券发行权的决定。在发行人正式授权之前，辛迪加账户上并没有债券。其后，承销辛迪加就可以销售债券了。在所有债券售出以后，或在辛迪加管理人认为时机成熟时，初级市场账户撤销，剩余债券被转到二级市场。

一般来说，美国市政债券发行主要具有以下特点：

（1）美国市政债券的发行采取审批制。在美国，州和地方政府发行债券无须上级政府的批准或同意。同时，按照《1933年证券法》的规定，市政债券的发行可以豁免注册，因此，美国市政债券的发行不受《1933年证券法》注册登记的约束，是否发行市政债券，完全由本级政府确定。

（2）美国有关法律对举债范围做了严格的限制。首先，州和地方政府发行债券（特别是一般责任债券）需要公众投票决定；其次，为了遏制美国市政债券历史上的“地方政府无节制举债”现象，美国许多州的宪法都对市政债券发行规模有较严格的限制。

3.1.6 .2市政债券的流通

在美国，位于华盛顿特区的市政债券规则制定委员会（Municipal Securities Rule making Board，简称MSRB）在美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，简称SEC）的监管下制定市政债券的市场规则。截至2010年5月31日，在美国市政债券规则制定委员会注册的交易商位有1 975家。在美国，市政债券的流通主要在二级市场进行，这包括场内交易市场和场外交易市场。但是，美国市政债券交易市场是柜台市场而不是有组织的证券交易所，市政债券主要是通过由市政债券经纪商支持的柜台市场在全国范围内进行交易。较小的发行人的市场由地方性证券交易机构、地方银行及某些较大的华尔街投资银行所维持。较大的发行人则由较大的证券交易机构和银行支持，而这些机构大多有投资银行的业务。另外，一些经纪商则在大宗市政债券的销售中承担自营商与大机构投资者之间的中间人。这些市场的参与者提供了市政债券的流动性，从而形成了价格决定机制。

3.1.6 .3市政债券的偿还

美国市政债券都采用期中偿还法。市政债券的期中偿还综合了发行者选择法、赎买法以及偿债基金法等偿还方法，这通常被称为市政

债券的早赎特征。市政债券的早赎特征主要有以下3个：

1.选择性早赎

允许发行人按照债券合同的初始规定进行选择，在到期日之前偿还部分或全部原始借款。债券的募资说明书和债券凭证都会详细说明债券早赎的具体条件。近年来市政债券选择性早赎的条件一般都是：满10年赎回支付票面额的102%，满11年赎回支付票面额的101%，满12年赎回按票面额支付。

2.强制性偿债基金早赎

偿债基金早赎即是在债券的宽限期过后，政府利用其建立的偿债基金逐年收回债券的方法。这种方法通常按面值赎回，但在市场价格跌破债券面值的情况下，政府也可通过从公开市场上买回债券的方法来降低成本。

3.特别早赎

特别早赎是指政府在某些意外事件发生后提前偿还债务的方法。较为典型的情况有：（1）税务部门突然宣布将对债券征收利息所得税，这时发行者为保证投资者的利益，应当中止债券合同，提前偿还；（2）收益债券的担保财产被征用于公共用途，这时发行者可用征用收入提前还债；（3）收益债券的担保财产遭受损失或破坏，且不再进行重新修建时，保险赔款将用于提前偿债；（4）收益债券资金的使用者从某些来源获得的资金不再使用，或超过其必要限额时，可以用来还债。市政债券的利息支付方式为每半年付息一次。

3.1.7 美国市政债券的监管

美国作为市政债券最发达的国家，有着其特有的模式：宽松的政府准入机制和严格的市场监管机制。虽然作为联邦制国家，联邦政府对州和地方政府事务很少过问干预，但是在美国有一整套证券法律法规来约束市政债券的具体运行。这些监管法律体系主要由《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1935年公共事业控股公司法》、《1939年信托债券法》、《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》这六个联邦证券法案以及后来颁布的一些补充法规构成。

负责市政债券发行监管的机构有：美国联邦证券交易委员会和市政债券规则制定委员会。美国联邦证券交易委员会是美国的证券管理机构。该委员会是根据《1934年证券交易法》产生的一个独立的、非党派的和准司法性质的管理机构。其被授权负责对六个联邦证券法案所制定的所有规定进行管理。该委员会有三项基本职能：立法、调查和审判、执行。

市政债券规则制定委员会是一个从事规范市政债券市场上的券商、银行、经纪人和交易商行为的独立自律性机构。委员会由15个成员组成，包括5名证券公司代表、5名银行代表和5名公众代表。该委员会提出管理办法后，广泛征求业内人士的意见，并参考业内人士的意见对管理办法进行修改。管理办法的最终决定权不在市政债券规则制定委员会，而是由证券法委员会持有。制定出的管理办法既不由证券法委员会也不由市政债券规则制定委员会具体实施，而是由全国证券交易商协会（National Association Of Securities Dealers，简称NASD）及银行的管理机构具体实施。这是由于经纪商是NASD的成员，便于NASD对他们施加影响。对于券商和投资银行，则可委托其上级监管机构对其施加影响。

美国证券监管制度主要有上市制度、发行者内部状况公开制度、禁止不正当交易的规则和证券事故的处理方式。

上市制度规定证券的发行有直接发行和通过组织承销发行两种形式，承销又分为“严格承销”、“保证承销”和“尽力承销”。无论哪种方式，都应当符合证券法的规定。《1933年证券法》第五节禁止在向联邦证券交易委员会注册登记之前进行任何形式的证券销售活动；而且还严格限制在注册登记之前进行任何形式的促销活动，以及禁止在注册登记完成之前完成证券交易。

发行者内部状况公开制度是关于发行信息披露的规定。发行者内部状况的公开包括初次发行的信息披露和进行上市交易之前的信息披露，以及之后的定期报告。定期报告包括年度报告、季度报告和现行报告。

禁止不正当交易规则的宗旨是实现完全披露原则和建立一个完善有序的市场，其基本措施是切实有效地禁止使用错误信息和杜绝证券买卖过程中的欺诈行为。证券法规中关于禁止市场欺诈、操纵和内部交易的条款很多，主要有禁止操纵市场和反欺诈的规定以及遏制内部交易的规定。

证券事故的处理方式是实现上述规范的行政与法律保障。美国证券交易委员会对调查违犯联邦证券法律的行为享有较大的权力。调查分为正式和非正式两种。非正式调查是在自愿的基础上，由当事人向美国证券交易委员会提供证据或当面证实。正式调查是指美国证券交易委员会通过签发传票，强迫证人出庭作证或出示账务记录。一般来说，两种调查都是秘密进行的，不对外公开。

联邦证券交易委员会传统的执法工具主要是联邦法庭禁止令、宣布违法并制止进一步的犯法。美国证券交易委员会有权对正在违犯或将要违犯联邦证券法的任何人签发暂时限制令、初步禁止令和永久禁止令。任何不遵守禁止令的个人和团体均要受到民事或刑事处罚，如罚款或坐牢。除此之外，美国证券交易委员会还会常常采取其他合理措施，如勒令违法人报告并退还非法所得；在签发暂时限制令时，签

发冻结令，以防止转移财产和分散非法交易利润。美国证券交易委员会还可以对证券业经营机构采取多种行政制裁措施，包括批评、限制经营业务、吊销执照等。类似的制裁措施也适用于与上述组织或与投资公司有牵连的个人。

《1933年证券法》规定，美国证券交易委员会有权废弃含有虚伪和误导言词的申请上市的注册报表。《1934年证券交易法》规定，任何没有或导致不遵守查账报告、收益人所有权、代表权和招标条款要求的人均可受到行政起诉；规则102（e）条规定，对有资格在美国证券交易委员会中作证的专业人士，包括会计师和法律顾问等，也可提起行政诉讼，对他们的制裁有吊销执照和禁止作证等。

3.1.8 美国市政债券的风险防范

除了具有一整套证券法律法规来约束市政债券外，在美国，市政债券从申请发行、运行到偿还有一整套风险防范体系来约束，这些措施使得市政债券违约率保持极低的水平。根据穆迪公司的统计，1970～2000年有关市政债券的累积违约率为0.042%。[注]

1.美国市政债券的发行

美国证券的发行实行注册制。按照《1933年证券法》的规定，企业债券和股票证券必须根据该法律注册登记，但市政府、州政府、联邦政府和其他政府机构，以及慈善机构、银行和符合州际贸易法的证券持有人所发行的证券享有注册豁免，反欺诈条款适用于市政债券的发售和交易。国会在1975年通过《证券交易法修正案》，成立了市政债券规则制定委员会，将市政债券市场上的经纪商和自营商纳入《1934年证券交易法》的监管之下，从而拓宽了对市政债券市场的联邦监管范畴。1989年美国证券交易委员会为了提高市政债券信息披露

的质量和及时性，修订了《1933年证券法》的15c2-12规则，要求所有债券发行额在100万美元以上的承销商，都必须获得债券发行人的官方陈述，并及时传递给投资者，这一规定有助于承销商和投资者事先了解发行人的财务状况。同时，为了预防市政债券市场的舞弊行为，美国证券交易委员会分别于1990年和1995年采用了新的市场交易披露原则，要求发行人及时、定期地更新信息。市政债券上市前后要经有资格的审计机构对发行人的财务状况、债务负担和偿债能力等出具意见；而且在发债前，须经认可的信用评级机构对其债务偿还能力及付息意愿程度进行审核，并出具信用评级报告。

2.法律对举债权和举债规模做了严格限制

美国各州和地方一般都在宪法和法规中对政府发行公债的权限和规模做了相关限制，要求州和地方政府不能随意发行债券，而必须经全体公民和有关机构批准同意。总的来说，发行一般责任债券比发行收益债券所受到的限制多、批准程序严。一般责任债券通常必须经当地公民全体投票表决或者议会表决同意后才可发行。

3.有效的信用评级机制

美国监管机构规定，发行债券必须拥有信用评级，且须经两个评级机构进行信用评级。信用评级已经成为能够识别债券风险的有效工具。

由于市政债券募集资金使用方向的特殊性，债券发行者往往不是营利性机构，而是针对特定服务收费的公共或准公共机构，因而用于评价公司债券的营利性指标和财务杠杆指标等不适合于评价市政债券，从而需要一种独特的市政债券的信用评级方法。在评价一般责任债券时，商业性评级机构评估四个基本方面的信息：第一，发行人总的债务结构；第二，发行人坚持稳健预算政策的能力和行政纪律；第三，发行人可得到的地方税收和政府间接收入的具体款项，以及有关

税收征得率和地方预算对特定收入来源依赖程度的历史记录；第四，发行人所处整体社会经济环境。对于收益债券，评级的根本原则是所融资的项目是否会产生满足该债券应付给债券持有人金额的充足现金流，评级方法与商业性项目一致。

4.严格的信息披露制度

市政债券的发行者负有向投资者提供信息的义务，保证投资者能够合理地理解和评价所要购买的债券。在美国，随着对市政债券信用风险的认识和市政债券监管体系的不断完善，1989年，美国证券交易委员会为了提高市政债券信息披露的质量和及时性，修订了《1933年证券法》的有关规则，规定公开发行的市政债券一般要通过正式的官方声明来公布地方政府的责任和义务，市政债券上市前后要经有资格的审计机构对发行人的财务状况、债务负担和偿债能力等出具意见。同时，所有公开发行的市政债券都要聘请一名国家认可的“债券律师”或“独立律师”，由其对发行的合法性和免税待遇等出具法律意见，以保证市政债券有关合同的可执行性。

除此之外，一些行业自律组织制定了很多指导信息披露的规范性文件。例如美国政府财务师协会（Government Finance Officers Association，简称GFOA）和美国市政债券分析师协会（National Federation Of Municipal Analysts，简称NFMA）制定的有关自愿披露的规则，这些规则事实上已经成为发行市政债券信息披露所应遵守的规则。

值得注意的是，与发行公司债券不同，市政债券发行者的财务报告应该符合的一般公认会计原则并不是由美国财务会计准则委员会（Financial Accounting Standard Board，简称FASB）制定的企业会计准则，而是由政府会计准则委员会（Government Accounting Standard Board，简称GASB，成立于1984年，比美国财务会计准则委员会成立晚11年）制定的政府会计准则。现在，美国各个州都要求按照该准则

编制政府机构的会计报表，各个州和地方政府在发行市政债券和申请获得财政资助时也不例外。如果没有按照该会计准则编制会计报表，则必须对没有按照准则编制会计报表所产生的差异进行估计和作出说明。此外，市政债券发行者所提供的财务报告还必须经独立审计师审计并出具审计意见。

5.市政债券保险制度

债券保险是一种为市政债券信用增级的独有方式，在市政债券的发行过程中发挥着重要作用。市政债券的保险是指在债券发行人实际未支付债券本息时，由保险公司承担偿付的义务。在美国，市政债券保险从20世纪70年代产生以来得到了惊人的发展。

近年来，美国新发行的长期市政债券大约有一半得到市政债券保险的支持，降低了其投资风险。一般来说，市政债券保险可以达到“三赢”：发行人的利息节省可能超过其保费支出，保险商获得利润，投资人节约了信息搜寻成本。

目前，在美国市政债券市场上，有十多家专业的市政债券保险公司，并已成立了行业性组织金融担保保险协会（Association of Financial Guaranty Insurors，简称AFGI），在市政债券市场的各个环节都可提供保险服务。首先，在债券发行时投保。此时，债券保险公司要考核债券是否可以投保。一般债券保险合同印在债券证书上，正式说明书上将声明债券已获保险。其次，在债券发行后投保，即二级市场保险。此时，市政债券交易商买进大宗未投保债券，之后交易商向一家债券保险公司购买这些债券的保险，于是，债券成为投保债券，交易商可以以更高的价格出售，这也是交易商购买保险的首要原因。2002年，有41.6%的市政债券在发行时拥有保险，大大降低了市政债券的违约风险。[注]

6.危机化解处理

当政府的运营资金收入与支出不平衡，当前支出连续几年少量超过收入，政府资产不足以承担其义务或只能以增加负债来代替短期运营资金，财产税拖欠率高并且不断增长，养老金义务没有资金或资金不足等情况发生时，就可以认为该政府发生了债务危机。一种常见的预警信号是债务利息达到总预算的20%～25%。对于地方政府发债造成的债务危机，在1840年之前联邦政府通常完全给予接管，此后逐渐演变为由地方政府自行解决。对于一般责任债券的偿付危机，如果是暂时性或技术性的，只需与债权人直接协商；而在收入来源不足以偿付的情况下，地方政府可以提高税率或收费比率。但如果自我补救没有效果，有些州就会设立专门管理机构来帮助这些地方政府。一旦帮助失败，则依照《联邦破产法》，由发债政府提出协议并提出自愿破产请求。但对于收益债券而言，其债权只是以某种收入来源作抵押。所以，当债务偿付发生困难时，损失将由投资人承担。

7.其他方面

在美国，广泛社会力量的监督以及清晰的权责体系，都很好地防范了市政债券的风险。个人投资者也会根据他们获得的信息，慎重选择政府发行的市政债券，这在客观上起到了对地方政府的监督核查作用。此外，在美国，政府机构要保证筹集的各种债券资金专款专用，各用款单位要负责偿付自己的债券。政府与其担保的债权有着清晰的权责界限，政府的债务必须由政府来偿还，而企业的债务也必须由企业来最终偿还。

---

1. Royce Hanson，Perspectives on Urban Infrastructure［M］.Washington D.C.，National Academy Press，1984：5-7.
2. Royce Hanson，Perspectives on Urban Infrastructure［M］.Washington D.C.，National Academy Press，1984：7.
3. Albert M.Hillhouse，Municipal Bonds：A Century of Experience［M］.New York，Prentice-Hall，Inc.，reprinted by Arno Press，1975：36.

4.　［美］杰里米·阿塔克，彼得·帕塞尔著，罗涛等译.新美国经济史［M］.北京：中国社会科学出版社，2000：556。

5.　Royce Hanson，Perspectives on Urban Infrastructure［M］.Washington D.C.，National Academy Press，1984：7.

6.　［美］费雪.州和地方财政学（第二版）［M］.北京：中国人民大学出版社，2000：210-216。

7.　以上数据源自Federal Reserve System。

8.　Lisa Washburn，etc.，Moody's US Municipal Bond Rating Scale.

9.　JohnM.R.Chalmers.Default Risk Cannot Explain the Munipuzzle：Evidence from Municipal Bond That Are Secured by U.S.Treasury Obligations［M］.Oregon：University of Oregon，1998.

3.2 日本地方公债

美国的市政债券制度代表着分权制国家的地方债券市场制度，而日本的地方公债制度则代表了中央集权性国家地方债券发展过程中的某些过渡性债券市场制度安排。在日本，债券也称做公社债，是对所有发行者发行的各类债券的总称，包括由公共部门即国家、地方公共团体或政府机构发行的“公债”（公共债券）和由民间的股份公司（株式会社）发行的社债（公司债券）。[注]日本地方政府原来没有自治权利，不能发行地方公债债券融资。二战之后新修订的《宪法》增加了允许地方自治的内容，地方政府开始拥有了债券融资权利，并发展成为债券发行主体。

就实质来看，日本的地方公债并不是真正意义上的市场性和金融性融资，而是带有私下协调性质的财政性融资制度。就大部分的债券融资而言，只有债券工具，而没有形成真正意义的市场。从融资制度演进的角度来看，可以说虽然有了标准化的债券工具，但由于发行之前已经确定了购买对象，并非针对不确定性的潜在投资者，仍然属于偶然的交易活动，而非经常性、规律性的“市场”。政府的管理活动也不是事先基于风险控制的资格性审核，而是对于交易双方的“买卖活动”的某种“公证”或“认可”，或者是作为最后债务人对自己未来可能承担的偿还责任的某种“限定”。这种计划性而非市场性的债券工具虽然具有一定的优势，但也存在诸如集中风险等问题。

3.2.1 日本地方公债的发展演变

日本地方公债发行的历史，早在明治初年就已开始。1879年确立了“发行地方债必须通过议会议决”的原则，并逐渐建立起一套比较完备的地方债制度。地方债制度是根据《地方自治法》、《地方财政法》制定的，其基本结构在明治中期已经初步形成。1888年颁布了《市制及镇村制》，1890年颁布了《府县制》、《郡制》，近代地方制度更趋完备。根据这些法律，作出了关于地方债的具体规定。1897～1911年日本地方债国内发行额累计190百万日元，在国外发行额累计175.772百万日元，仅次于国债。1940年，地方债首次实行了年发行总额的限制，举债团体逐渐集中于大城市，购买则全面依赖于大银行及大信托公司。

第二次世界大战后，重新修订的《宪法》增加了允许地方自治的内容，继承了战前的法制，规定一定条件下，地方政府可以发行地方债筹集资金，弥补财政资金不足。根据宪法和《地方自治法》有关规定，日本实行三级政府结构，即中央政府、都道府县和市町村。地方自治的基本原则：第一，某一地理区域有权建立自治性质的地方公共实体，并在一定程度上独立于中央政府；第二，“公民自治”之各地区的居民在一定程度上参与和处理当地自治体的各项活动。允许居民对当地重大事件投票表示其赞成或者反对意见。为了适应大城市行政管理的特殊性，《地方自治法》为一些大城市规定了一些行政和财政特别条款。但是从财政的角度来看，日本地方政府严重依赖于中央政府，每年内阁必须制订一份地方财政计划，估算出下一个财政年度地方的财政收支总额。该计划已经颁布并提交国会后，各地方镇府占全部公共支出的比例为60%，其中地方税收收入仅占地方财政开支的33.2%，不足部分即16.8%由地方发债收入弥补。日本增加发行地方债券的主要原因是20世纪70年代中期由于经济增长的停滞，带来国家和地方税收的下降，地方财政也同国家财政一样面临着严重的不足。

地方公债筹集的资金占地方总收入的比例，从1980年的10.6%上升到1996年的15.2%，在地方财政收入中占第4位。至2003年4月1日，

日本共有都、道、府、县47个，市、町、村3 213个。到2003财政年度末，地方债务总额达到199万亿日元，相当于GDP的40.0%，是1991年的2.8倍，增长额为129万亿日元，地方政府对债券的依赖程度达到17.5%。㊟1998年日本地方政府公债总规模为13.51万亿日元，而截至2009年6月，总规模已达到41.76万亿日元，年复合增长率达到10.81%。由于日本债券市场主要以国债为主，因此，地方政府公债占国债比重远低于美国。但近几年随着日本地方政府公债的快速发展，该比重逐年上升，截至2009年6月末，该比例为6.13%。截至2009年6月末，日本地方政府公债占债券总规模比重为4.80%。

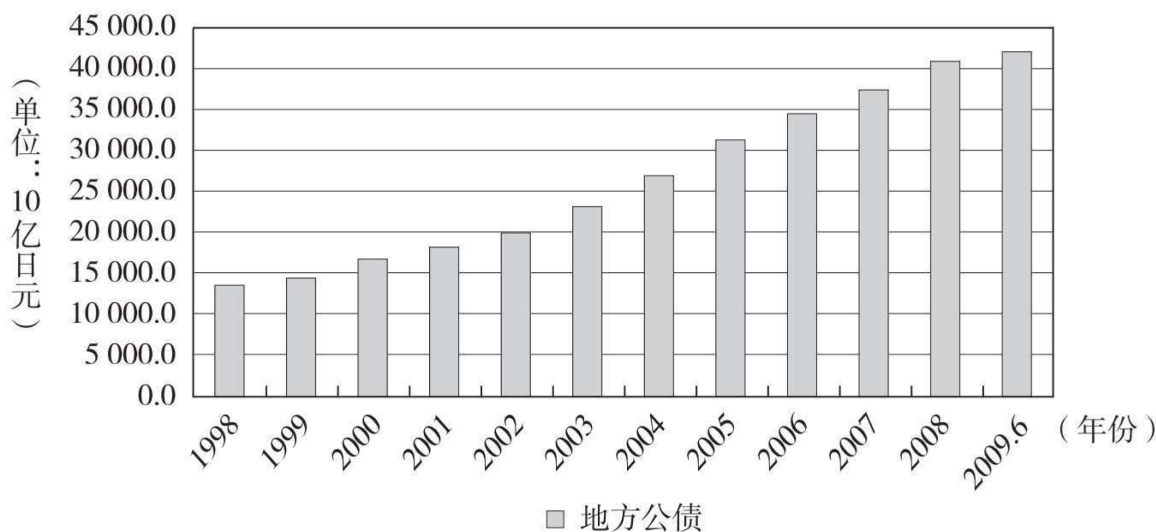


图3-3 1998年至2009年6月日本地方公债规模

3.2.2 日本地方公债的种类

在日本，地方政府债券包括地方公债和地方公营企业债两种类型，其中地方公债是日本地方债券制度的主体，其中既有都、道、府和县发行的，也有市、町和村发行的。由日本地方政府直接发行的债券，主要用于地方道路建设和地区开发、义务教育设施建设、公营住宅建设、购置公共用地及其他公用事业；地方公营企业债是由地方特

殊的公营企业发行的、地方政府担保的债券，这种债券一般都是由政府担保支付本息，所筹集的资金一般也用于执行政府的经济政策。这类债券使用比较集中，主要用于下水道、自来水和交通运输设施等方面。

3.2.3 日本地方公债的投资方向

日本历来重视对地方公债资金使用方向的管理，并在《地方自治法》中明确规定了地方政府支出项目的适债性和用途；而日本《地方财政法》也明确规定，"地方政府的财政支出必须以地方公债以外的收入作为财源"，即所谓的"适债性原则"。这也在某种意义上意味着原则上禁止发行赤字地方公债。日本的《地方财政法》规定了适用于地方公债的范围：（1）交通、煤气、水道、医院和地铁等公共团体经营的企业（地方公营事业）所需要的经费；（2）向按照自治体行政目标设立的公共性较高的法人出资或者放款所需要的经费；（3）地方债还本付息所需要的经费；（4）灾害应急项目、灾后重建项目及救灾项目所需经费、文教设施、厚生福利设施、公园等公共设施，或者办公楼等公用设施建设项目以及这些设施的用地所需要的经费。1990年年底地方政府公债余额中，有28.4%属于地区综合开发事业债，9.9%属于义务教育设施建设事业债，6.8%属于公营住宅建设事业债，一般公共事业债和购买公共用地事业债分别占6.2%和3.4%。㊟正是由于日本地方政府债务融资的法律制度很完善，日本的地方债使用比较规范，只能用于地方财政法和其他特别立法认可的事业。

3.2.4 日本地方公债的资金来源

日本地方公债从资金来源的角度看主要是政府资金（包括财政融资资金和主要由国家运营的邮政储蓄资金、简易保险公积金）、公营企业金融公库资金和民间资金等。历史上，大约70%以上的地方债券是政府资金、公营企业金融公库等政府机构以及地方公共团体的互助机构和一部分银行等直接认购，但近年来政府资金比例逐渐趋于下降。一般来说，政府资金仍然占大约50%，公库资金大约占10%，市场资金大约占40%。其中，都道府县从市场融资的比例比较大，而市町村从政府取得资金的比例比较大。都道府县一级平均来看，政府资金占40%，民间资金占60%。但在东京和大阪等金融市场发达的金融中心，民间资金比例相当高。如在大阪地方公债的资金来源中，民间资金占80%，政府资金只占20%。而东京地方公债中民间资金更是高达90%，政府资金仅有10%。截至1990年，地方债余额（包括地方公营企业债）为890 640亿日元，其中政府资金占51.4%，银行资金占14.4%，公营企业金融公库资金占15.2%，其他资金主要来源于保险公司和共济协会，占19.0%。从中可以看出，政府和公营企业金融公库资金占有重要的地位，其次是银行资金。注

3.2.5 日本地方公债的发行、流通及偿还

3.2.5 .1地方公债的发行

一般来说，日本发行地方债券具体有三种形式:

一是募集，即首先公布地方公债的发行条件，让投资者提交认购申请书竞价，按价格高低顺序让申请者缴纳现金后发行债券。根据募集对象的多少和是否公开招标募集又可分为公募和私募。公募债是通过债券市场已发行地方政府债券的方式而募集的债务资金，只有实力较强的地方政府才有能力以这种方式募集债务资金。因此，地方债的公募仅限于八个城市（即东京都、大阪府、兵库县、横滨市、名古屋

市、大阪市、京都市和神户市）的公共团体。1973年后，发行的城市有所扩大，现在有27个地方政府可以运用公募发行地方债券。㊟各公募发债的地方政府都有自己的银团，1983年以后开始在金融机构的窗口销售。公募债的发行条件随行就市，以10年期债券为主。公募发行时，由证券公司和金融机构组成的承购团负责承购。其中，金融机构认购的不再向社会销售，而由证券公司承购的部分则向社会销售。认购者主要是银行、其他金融机构、个人和其他投资者。私募债是地方政府直接向有关机构发行地方政府债券而募集的债务资金。这些机构一般在地方政府的辖区内营业，且与地方政府有一定的业务关系，主要有地方公务员等共济协会、银行、农协和保险公司等金融机构。其中，若发行额度小，就由各地政府所指定的金融机构认购；若发行额度大，则由金融机构和证券公司组成认购团认购。

二是销售，即首先公布发行条件（包括价格）和销售期间，在规定期间内提交申请书者，按先后顺序销售债券。

三是支付债券，即地方政府对债权者发行约定在以后支付现金的一种债券。这种发行方式的主要特点是地方政府偿还债务时，不直接支付现金，而是支付地方债券。在各地方债发行方式中，支付债券方式约占地方公债余额的1/2。

3.2.5 .2地方公债的流通

在日本，除东京都发行的地方债券可以在证交所上市外，其他地方政府发行的公债都不在交易所上市，只许在证券公司的柜台上进行交易。

从债券募集与交易方式来看，日本地方政府债券基本上是以私募方式募集的，以公募方式募集的比较少，其交易基本上在柜台市场进行，在交易所市场交易的比较少。从交易的性质来看，日本地方债券的发行带有一定的财政转移支付及互助性质，不完全是真正意义上的

市场活动。只有占地方债券的30%～40%的以公募方式发行的大都市债券，以及以非公募方式发行、但通过证券公司买卖的地方政府债券的发行交易，属于真正意义上的市场行为。

3.2.5 .3地方公债的偿还

日本是中央集权制国家，上级的法律或道义事权往往成为下级的当然事权，下级的债务不可避免地成为上级的或有债务，这样，上级政府往往成为下级政府债务的实际最后承担者，因而地方公债便存在双重保证的偿还机制。地方政府作为债券发行或担保者是第一次、法律和制度的偿还人，中央政府成为二次的、行政和道义上的偿还人。事实上，在日本的金融体系中，存在着金融集中机制，而地方政府债券市场的这种安排，实际上又形成了财政风险的集中机制。日本模式实际上具有集中金融风险和财政风险的机制安排，这导致了日本财政赤字一直居高不下，也正是在此基础上形成了日本特有的“减债基金制度”。

日本的减债基金制度是很典型的一项制度。减债基金又可称为偿债基金，其操作原理为：政府每年都必须从国库中拨出一笔资金交由特定的机构管理，以专作公债偿付之用。有时，政府也会在发行债券的时候以减债基金作为担保，以此来提高公众对政府的信任。早在明治时期的1880年，日本就开始实行减债基金制度。当时的资金主要来源于每年从一般会计中转入的2 000万日元。日本目前的减债基金制度基本上以国债整理基金（特别会计）为中心，即通过国债整理基金，来偿还一般会计中所发行的国债，并由此筹措各年度所需支出。日本政府规定，减债基金可以通过3种方式从一般会计中获得偿债资金：（1）固定比率转入，即提取上年初国债余额的1.6%的资金转入特别会计；（2）将一般会计决算结余的一部分转入国债整理基金，比例高低可根据具体情况确定，过去多为50%；（3）在年度预算中安排一定资金转入整理基金。偿债基金主要用于债券本金的偿还，而利息则以

每年财政的经常预算支付。减债基金制度无疑有利于地方公债的风险防范和偿还机制的规范化，但由于减债基金很难保证不被国家财政所挪用，因此可否作为偿债主要来源在理论界存在争议。

3.2.6 日本地方公债的监管

为了防止各地政府滥发地方债券，日本地方公债的发行实行审批制。日本《地方自治法》第250条规定："发行地方债以及变更发债、偿债方法和调整利率时，必须经自治大臣或者都道知府知事批准。"地方政府申请发行公债，首先要决定许可预定额，在许可预定额范围内，经地方公共团体议会的决议手续，才能正式申请借款许可，最后作出正式的许可。具体程序：地方政府要求发行债券时，首先要经地方议会的表决；要事先向自治省申报，提出所要发展的建设项目、资金来源和需要发行债券的额度。自治省审查后，将各地的发债计划进行汇总，并同大藏省协商，而后由自治省统一下达分地区的发债额度。如果发行公募债券，在得到地方议会及自治大臣的认可后，由大藏省、自治省、受托银行以及证券公司召开会议，决定每月发行总额及各地方的发行额。各地方政府公债的发行必须向自治省上报计划，并经自治大臣批准。自治大臣批准时，要与大藏大臣协议，听取大藏大臣的意见，所以称为协议审批制度。自治大臣与大藏大臣审批地方政府借债的重点是当年不批准发债的地方政府或限制发债的地方政府的名单，确定的依据一般有：一是对于不按时偿还地方债本金或发现以前通过明显不符事实的申请获准发债的地方政府，不批准发债；二是公债费比重在20%以上的地方政府不批准发行福利设施建设事业地方债，比重在30%以上的地方政府不批准一般事业债；三是对当年地方税的征税率不足90%或赛马收入较多的地方政府发债也进行限制；四是严格限制财政赤字的地方政府和赤字公营企业发债等。

每年在编制国家预算及决定财政投融资计划等的同时，由大藏省与自治省共同协商确定地方政府债券计划，作为对公共团体准予发行地方政府债券的调配资金的根据。地方政府债券计划是对当年度的全国地方政府债券发行总额的估算，是按地方所要进行的各事业逐项审定的，同时要确定认购地方政府债券的对象。通过地方财政计划、财政投融资计划和地方政府债券计划来控制地方政府债券规模，控制地方财政规模。为了控制地方政府的资金需求，避免过滥发债，中央对于各地发行债券的用途逐项审查，看其是否合乎法律规定。对于有赤字的政府举债要求必须符合法律规定，并拿出财政重建计划，否则不予考虑。同时还限制一些拖欠支付地方政府债券本利，不积极组织收入和合理安排财政支出，或连续3年地方政府债券费用开支占普通会计支出比重在20%以上的地方政府和因经营不善而出现严重亏损的公营企业，不得发行地方政府债券。

日本实行审批制度的目的在于：一是防止地方公债的膨胀，确保各地方财政的稳健运行；二是防止资金过分向富裕地方政府倾斜，确保合理的资金分配；三是统一协调中央、地方政府及民间资金的供求关系。

按照规定，地方公共团体不能随便发行地方公债，地方公债根据公债发行审批制度进行。拥有地方公债发行审批权力的是总务大臣（原来为自治省，现与之有关机构变更为总务省）或都道府县知事。债券发行要经过中央政府有关部门严格审批，发行数额和发行条件由监管部门制定和执行。从2006财年起，基于分权化改革，日本将严格的审批制转变为协商制。地方政府在一定条件下可直接举债，但报请总务省审批的地方政府可以获得两项优惠：一是总务省在计算对地方政府的转移支付时考虑偿债因素；二是中央政府为满足条件的地方政府提供优惠借款。受此激励，地方政府大多选择经中央政府批准后再举债，实际上总务省对地方政府债务的监管力度并未减弱。这一机制

给予了地方政府举债更多的选择权，同时通过中央政府的激励约束，强化了地方政府的责任。

日本对地方公债交易的监管，主要是通过证券市场监管机构规则的规范、交易机构的日常监管和社会监督来实现的。在偿债问题上，日本的市政融资多半由中央政府担保，具有中央政府承担责权较多的特点。中央政府为每个行业制定了国家发展蓝图，通过直接介入或通过补贴地方财政的方法参与基础设施建设，从全国角度保证这些实体能够持续地发展基础设施建设，通过中央与地方之间的转移支付制度，避免了由于地方政府财政实力差距而导致的发展不平衡问题。

此外，日本还具有严格的审计监督制度。在日本，地方公债的发行、流通、偿还以及资金使用，都要受到专门审计机构的审计监督。日本审计机构主要由国家会计检察院和地方监察委员会构成。会计检察院是日本的最高审计机关，属于国家行政序列，但独立于内阁，不受政府干涉，负责对中央收支决算及法律上规定的会计事项进行审计监督；地方监察委员会负责对地方政府财政收支及行政行为进行审计监督，对每一审计对象，监察委员会分别出具一份审计报告，直接提交给议会或委托审计的政府部门。对于审计中发现的问题，监察委员会通常不会直接作出处理，而是提出改进措施或意见，建议管理部门实施处罚。实际上，监察委员会所提建议一般很受重视。

总之，日本通过建立地方公债制度，一方面充实了地方财源，加快了地方经济和公益事业发展，在提高公共服务水平、满足民众生活需求方面发挥了重要作用；另一方面，通过法律制约和中央政府的严格管理，在防止地方公债膨胀和加强中央对地方财政的指导等方面也发挥着重要作用。

---

1. 宋立.地方公共机构债券融资制度的国际比较及启示——以美国市政债券与日本地方债券为例［J］.经济社会体制比较，2005（3）：76-83。

2. 钱坤.地方公债研究［D］.大连：东北财经大学，2004。

3. 马建春.市政债券市场发展与基础设施融资体系建设［M］.北京：经济科学出版社，2007：103。

4. 数据来源：［日］大藏省编《图书日本的公共债》，1993：123。

5. 马建春.市政债券市场发展与基础设施融资体系建设［M］.北京：经济科学出版社，2007：104。

3.3 法国地方公债

3.3.1 法国地方公债概况

法国地方财政运行具有相对的独立性，各级政府均可以对外举债。在1982年政治体制改革以前，除中央政府可直接采取发行国债和向银行借款两种方式外，地方政府对外负债的主要形式是向银行借款，地方政府只有在中央政府特许的情况下才可以发行地方政府债券对外负债。1982年政治体制改革以后，地方政府的自主权扩大，地方政府可以自主决策发行地方政府债券对外负债，不需要中央政府进行审批管理（或特许）。2003年宪法修正后，分权改革法的制定大幅度提高了地方财政独立性。

目前法国各级地方政府采取对外举债方式筹集资金的做法已经比较普遍。据法国经济与财政部国库司“债务管理中心”透露，目前60%～80%以上的地方政府采取向银行借款或对外发行地方政府债券的形式募集资金，地方政府负债或发行地方政府债券约占法国政府总负债（含中央政府负债）或对外发行公债总额（含中央政府发行的国债）的10%～15%。地方政府对外负债或发行地方政府债券，已经成为法国各级财政对外负债的重要组成部分和重要运作方式之一。

3.3.2 法国地方公债的使用范围及偿还

各级地方政府无论是采取向银行借款还是对外发行地方政府债券的形式，所筹集的资金只能用于投资或建设地方公共工程，不能用于弥补政府经常预算缺口。对地方政府对外负债或发行地方政府债券，中央政府不承担偿还责任。地方政府对外举债时，一般都采取以政府资产作为抵押或担保方式。地方债券利率水平通常要高于中央政府发行的国债，但由于有地方财政作担保，其利率水平也低于企业债券。

地方政府偿债资金来源主要包括地方税收、中央对地方政府各类补贴（拨款）和发行新的地方政府债券（借新还旧）等。一般说来，法国各级地方政府的自律性很强，很少出现地方政府因对外负债“过滥”和滥发债券而导致地方财政破产的情况。一旦出现地方政府对外负债或发行地方政府债券不能到期偿还、政府运转不灵的情况，则由法国总统的代表，即各省省长直接执政，原有的地方政府或地方议会宣告解散，其债务由中央政府先为代偿，待新的地方议会和政府经选举成立后，通过制订新的增税计划逐步偿还原有债务和中央政府先行代偿的垫付资金。

3.3.3 法国地方公债的风险防范

法国集权式的财政体制虽然使得地方受中央的严格控制，但中央与地方以及地方各级政府之间事权与财权明晰，三级财政之间不存在隶属关系，这使得防范地方政府债务有了很好的体制保障。各级地方政府对外举债，由地方议会和地方政府自主决策，严格按相应的法律法规运作。中央政府原则上不采取审批等直接管理方式进行干预。但对外举债（包括向银行借款或发行地方政府债券）仍然处在中央政府的严密监控之下。中央政府对各级地方政府的负债和财政运行情况进行监控，主要依赖以下3个机构组织实施：

1.审计法院的司法监督

法国的审计法院与其他法院一样，是一个独立的国家机构，其权力由法国国民议会授予，不受行政权力干预。审计法院既是检查政府资金使用情况的最高司法机关，又是对政府进行事后财政监督的机关。审计法院的主要任务是：协助议会和政府监督财政法律法规的执行，检查中央和地方政府各部门的会计账目以及国有企业和事业单位（如学校和医院等）的会计账目等。审计法院的第三庭和第四庭分别负责法国北部和南部地区各省、市（镇）的审计工作，不仅专门审理各级国家机关和国有企事业单位会计人员的违法事项，而且还设置了预算纪律法庭，专门审理各级国家机关和国有企事业单位领导人违反财经纪律的案件。审计法院强有力的司法监督，使得各级地方政府在对外举债决策时均比较慎重，很少出现对外负债“失控”和滥发债券的情况。

2.经济和财政部的严格监控和管理

国库司是经济和财政部最重要的职能部门之一，它代理国家财政监督和管理国内一切公共性收支、政府资产及公共资金运作，发行公债和贷放公私投资使用的公共基金，与中央银行协商制定货币政策等。附属于国库司的“债务管理中心”成立于2001年8月，其主要职能是对各级政府的资产和负债情况进行日常监督和管理，提出和实施政府债券具体运作的政策和措施等，以确保各级政府债务能够及时偿还和履行对欧盟承担的义务（即财政赤字占国内生产总值GDP的比重不超过3%，政府债务总额占GDP的比重不超过60%）等。

3.经济和财政部派驻各省、市（镇）的财政监督机构的监督

一般说来，地方议会或地方政府决定要采取对外举债方式兴建某项工程，首先要向经济和财政部派驻本地的财政监督机构进行咨询，征求他们的意见。如果这些派出机构不同意，通常情况下，地方政府

就放弃兴建这项工程；但在大多数情况下，这些派驻机构只要认为该项工程资金落实、使用合理合法，财务运转正常，一般不会提出反对意见。在地方政府与这些派出机构的意见出现分歧时，地方政府仍然可以自主决策兴建这个项目，但要向这些派出机构和作为经济和财政部长代表、代行财务监督官职责的省、市总出纳说明分歧意见，并自行承担全部财务责任。经济和财政部派驻各省、市的财政监督机构，对各级地方政府的财政运行状况和负债情况适时进行监督和检查。一旦发现问题，及时向地方政府提出意见并向上级财政部门汇报。这种适时监督，确保了地方政府负债和财政运行状况处于良性状态，大大减少了诸如地方财政破产和资不抵债情况的发生。

此外，金融机构也对地方政府进行严密的债务审查，包括居民平均每个人的债务、自有资金力量、政治的稳定性和地方税收的情况等各项指标，确定贷款的风险等级，并要求地方财政健全等级评定制度。地方政府的财政运行状况和对外负债情况，银行一目了然。一旦地方政府财政运行出现风险，银行就会向地方政府提出警告，并停止为地方政府举债提供各种直接和间接代理服务。

3.4 澳大利亚市政债券㊟

不同于美国、日本以及法国的模式，澳大利亚在实践中探索出了一条独特的地方政府国库公司“公司债券”模式：各州成立专门的州国库公司，向国内外金融市场发行“公司债券”等债务性融资工具筹集资金，然后以贷款方式借给州政府、地方政府及其他法定公共机构，弥补其资金短缺。中国当前通过成立城投公司发行城投债进行融资的模式与“国库公司”模式有相似之处，但“国库公司”模式是一种更为成熟和先进的制度设计。研究“国库公司”模式，能够给中国以有益启示。

3.4.1 地方政府国库公司“公司债券”融资模式的来源

国库公司的产生与澳大利亚监督管理地方政府债务的发展历程紧密相关。1901年，澳大利亚组成联邦制国家，并确立联邦、州和地方三级政府体制。在成立之初，联邦政府和州政府均被赋予发债权。1920年左右，联邦政府和州政府在国内金融市场上为筹款展开竞争且竞争不断恶化，对澳大利亚的经济和政治带来不利影响。为此，澳大利亚于1927年成立借款委员会，统一监管联邦和州政府的借款事宜，并规定由联邦政府代替州政府发债借款。一直到20世纪50年代初期，各州政府在资本市场上的筹资行为均受到借款委员会的严格限制。

第二次世界大战后，澳大利亚各州因恢复和发展经济，特别是基础设施建设，急需大量资金。从20世纪50年代到80年代初，澳大利亚对州政府借款行为的管制处于放松状态。双重因素促使州政府采用衍

生金融工具，利用制度缺陷不断突破借款委员会限制，直接在金融市场上借款融资，国库公司就是在这一阶段的末期开始出现。1982年南澳州率先成立州政府财务机构，新南威尔士州也随后在1983年成立自己的州国库公司。国库公司通过在州政府和金融市场之间搭建中介平台，绕开相关法规中关于州政府无权独立借债的规定。在南澳州政府财务机构和新南威尔士州国库公司的示范效应下，其余各州纷纷成立自己的国库公司。

1984～1985年，借款委员会重新加强监管，采用新的借款总量控制制度（Global Borrowing Limits），将联邦和州政府的所有借款行为纳入统一监管框架。但一方面由于信息不对称，联邦政府借款在数量、种类和期限等方面不能很好地满足州政府需要，1988年昆士兰州甚至公开反对和抵制总量控制制度；另一方面，由联邦政府代替州政府发行债券的制度安排带来的道德风险问题日益突出。因此，总量控制制度维持了不到10年的时间就宣布瓦解。1989年，联邦政府决定不再代表各州政府对外发债融资，改由各州政府以自己的名义独立在金融市场上借款，借款委员会也在1992年宣布总量控制制度失效，州政府重新获得独立举债权。在示范效应下，各州纷纷成立自己的国库公司。此后，澳大利亚州政府借款进入市场化运作和管理阶段。国库公司作为各州的债务集中管理机构，职能不断完善，发挥着独特的作用。

目前，澳大利亚共有7家州国库公司，除首都外，每州一家。国库公司由澳大利亚各州依据特定的《州国库公司法》设立，主要职能是作为州政府融资平台，通过发行公司债券的方式从资本市场上筹集资金，然后再通过贷款借给州政府机构（主要是预算部门和财政部门）、市政公司、州所属国有企业和地方政府机构等，满足这些机构的资金需求。国库公司由各州国库厅控股，董事会成员须经国库厅厅长的批准方能任职。国库公司实行公司制方式运营，融资和贷款活动

完全按照市场化方式进行。国库公司发行的所有公司债券均由州政府提供担保，且由专业的信用评级公司进行评级。

3.4.2 国库公司融资模式的具体运作

1990年州政府重新拥有独立举债权后，澳大利亚地方政府债务融资形成国库公司和州政府两个渠道并存的局面。其中，“国库公司”模式凭借其优势，承担州政府融资额的绝大部分。在国内金融市场上，因公司制法人实体的性质，国库公司发行的债券以公司债券的面目出现，但由于有州政府担保且实质是地方政府债券，因此是一种准政府债券。各国库公司在国内发行的准政府债券数量从20世纪90年代中期的约280亿澳元增加到近几年的约600亿澳元。

1.国库公司的性质及其与州政府之间的关系

各州国库公司是在特定立法基础上成立并在法律框架内运行。各州国库公司的成立均由州议会先行通过专门的《国库公司法》作为其法律基础，全面规定国库公司的性质、职能、组织结构、业务范围及客户组成等。根据《国库公司法》的规定，国库公司为州政府债务集中管理机构，核心职能是为州政府筹集所需资金。在国库公司与州政府之间的关系及其独立性方面，各州并不相同，各州国库公司的董事会成员主要来自政府机构，或私营部门。但各州国库公司的最大股东或单一股东均为州财政厅，以保证其作为州政府债务集中管理机构的性质，董事会成员的任职也必须经过州国库部长的批准。

国库公司成立的最初目的是为政府机构筹集资金，是围绕政府的资金需求而产生的中介性机构，由于是以公司制的方式运营，所以从市场角度看，其与政府机构之间是一种公司与客户的关系，二者完全平等。具体来讲，国库公司的客户包括州政府机构（主要是预算部门

和财政部门）、市政公司、州所属国有企业、地方政府、其他法定公共机构、各类委员会和理事会等。国库公司客户的范围由《国库公司法》规定，国库公司不能因追求盈利擅自扩大公司客户范围。

2.国库公司的业务运作

国库公司的核心职能是作为州政府的融资平台，通过发行准政府债券从资本市场筹资，再以贷款的方式借给州政府及其他法定机构。国库公司的其他职能都是在这一核心职能的基础上衍生而来。

从图3-4左半部分看，国库公司一方面吸收州政府及其他法定机构的多余资金，另一方面以贷款方式满足州政府及其他法定机构的融资需求。从二者关系看，国库公司类似于以州政府及其他法定机构为特定客户的商业银行。在这层关系中，国库公司将资本市场的资金配置给州政府并在州政府机构及其他法定机构之间配置资金。国库公司吸收州政府多余资金的金融工具包括：活期储蓄、定期存款、沙漏投资便利[注]、直接固定利率证券管理工具和现款资金池等。国库公司为这些资金支付利息。国库公司向州政府提供贷款的方式包括：隔夜现金、日常工作资金便利、短期贷款、长期贷款和组合（结构）贷款等。可以看出，对州政府及其他法定机构来说，无论是融资还是投资，国库公司均提供了从短期到长期的丰富金融工具以供选择。在国库公司对各类客户贷款分布比例上，各州之间差别较大。

从图3-4右半部分看，国库公司完全以市场化的方式发行债券，形式上与通常意义上的公司债券发行完全相同。国库公司在澳大利亚国内及国际金融市场发行的债务性融资工具包括：国内基准债券、全球可转换债券、海外债券、移民债券、本票、欧洲中期债券、欧洲商业票据、浮动利率债券和资本指数债券等。其中，国内基准债券占据大部分份额，在国外资本市场发行的欧洲中期债券和欧洲票据也是主要的融资手段，本票是最重要的短期融资手段。



图3-4 国库公司的融资平台功能

债券的发行由承销团担任。债券品种不同，承销团成员的构成也就不同，但总体差别不大，均是由澳大利亚国内和国际领先的金融机构（主要是银行）组成，各国库公司承销团之间的差别更是微小。小部分短期类债券不通过承销团而由国库公司直接发行。发行定价采取协商定价和竞争定价相结合的方式。

从国库公司债券发行品种及承销团构成来看，澳大利亚准政府债券市场具有很强的国际性。国库公司在伦敦或纽约等国际金融中心设有专门办公机构，密切关注国际资本市场动态，配合承销团海外市场发债。不同于国内，国库公司债券在国际金融市场以地方政府债券的形式出现。两种融资途径中，国内市场占据绝大部分份额。国际化的融资方式可以扩大融资渠道，而且在国际市场发行的国库公司债券可以享受利息税免除优惠，增强了对国际投资者的吸引力。

根据规定，国库公司面向资本市场发行的所有债务性融资工具均由州政府提供担保，且发行前必须由专业的信用评级公司进行评级。目前所有国库公司均由标准普尔公司和穆迪公司作出评级。

此外，国库公司还提供财务咨询、金融市场风险管理和基础设施建设融资方案设计与评估等业务。

3.“国库公司”融资模式的优点及评价

“国库公司”融资模式具有以下优点：首先，既解决了联邦政府代州政府发债模式固有的信息不对称和道德风险问题，又通过资本市场和国库公司的双重限制避免了州政府自主发债模式容易产生的州政府

过度发债现象；其次，对州政府来说，既能够省去自主发债产生的额外成本，又最大限度地满足了多样化的融资需求；最后，国库公司作为法人实体职责明确，运作专业，适应证券市场环境，在丰富资本市场证券产品种类的同时，较好地解决了政府市场化融资问题。而对于债券市场而言，以公司作为实体行使为州政府筹资的功能，丰富了资本市场上的证券种类，也为州政府选择与自己需求期限相匹配的资金提供了多种可能。

“国库公司”融资模式的产生是州政府与联邦政府之间就举债权进行博弈的结果，是州政府规避法律管制的一种制度性创新。但国库公司代替州内投资实体统一发债，既有信用等级高、运作专业和管道畅通的优势，同时也限制了具备条件的机构自己发债的积极性。

澳大利亚地方政府国库公司“公司债券”融资模式的成功说明：（1）直接发行债券融资并非是地方政府债券融资的唯一模式选择，通过完善现有制度下已存在的融资模式，使其适应国内财政体制和资本市场的发展状况，同样可以建立起有效的地方政府债券融资制度。（2）要建立起行之有效的地方政府债券融资制度，必须有完善的配套制度与之适应，包括总量控制制度、信息披露制度、担保制度、信用评级制度等。

3.4.3 国库公司“公司债券”和中国城投债的比较

中国目前的城投债与澳大利亚国库公司的“公司债券”有相似之处。从产生背景来看，二者均是在国家城市化和工业化快速发展时期，在地方政府承担着越来越繁重的提供公共产品的事权责任而缺乏直接举债权的情况下创新性的制度性产物；从形式上来看，二者均是以市场化的企业债券（公司债券）形式出现：中国的城投债以企业债券的流程运作，澳大利亚国库公司债券以公司债券的方式运作，二者

均建立了严格的信息披露制度和信用评级制度，为投资者作出正确判断提供参考。

与澳大利亚州政府国库公司“公司债券”融资制度相比较，中国城投债融资制度具有以下优点：一是债券发行人直接接受投资者和社会公众监督，具有更强的监督效力。澳大利亚国库公司“公司债券”是将募集资金转贷给各类地方公共机构使用，直接面向投资者和社会公众的是国库公司，投资者无法直接了解到债券募集资金使用人的信息。二是中国城投债融资制度能够更有效地降低风险。中国城投债融资规模受到城投公司净资产数额的限制，且由于数量众多，城投公司作为业务各自独立的筹资主体，建立的是一种分散化的地方债券融资制度。总量控制和分散化使得城投债融资制度的风险大大降低。三是信用等级能够直接准确地反映债券发行人的偿债能力。而澳大利亚以国库公司“公司债券”为各类地方公共机构融资，反映的是州政府的信用和偿债能力，而非债券募集资金使用人的偿债能力，对偿债能力较差、信用等级较低的企业或其他机构来说，起到了信用增级的作用。

---

1. 宋宝云.澳大利亚国库公司模式及对我国准市政债的启示［J］.中国债券，2009（4）：60-66。
2. 沙漏投资便利指客户将资金交给国库公司，然后由国库公司（其作用相当于“沙漏”，客户资金类似于“沙漏”中的“沙子”，这是一种形象化的比喻）交给经过选择的专业化投资公司，获取投资收益。

3.5 其他国家的市政债券状况简介

3.5.1 英国的市政债券

英国的市政债券主要是由英国和北爱尔兰的地方当局为城市基础设施建设而发行的债券，同时有些地方性水利机构和房地产抵押机构也有发行。英国的市政债券以1年期和5年期以上的市政债券为主，它们有些是由发行者直接出售给贴现所及其他金融机构，有些则通过证券经纪商在证券交易所上市进行公开交易。在二级市场的交易中，已上市交易的市政债券和未上市交易的市政债券均可买卖，且其最低交易金额均为1 000英镑。各贴现所通常是以交易主体的身份办理某种市政债券的买卖。英国地方当局发行市政债券的额度由英格兰银行统一负责控制，债券利息率则主要取决于举债当局的资深程度和知名度。

英国的市场债券发行在某些方面不同于其他国家，一般国家市政债券发行市场没有具体组织和具体集合场所，而伦敦证券交易所则在英国包括市政债券在内的新债券发行市场中担负着极为重要的任务，其经纪商不仅积极参加各种方式的新债券的发行，还在新债券发行的管理上负有重要责任。

英国市政债券的主要购买者包括各类金融机构、保险公司、养老基金等机构和个人。其中，英国的银行体系是市政债券的主要购买者之一；各大保险公司是市政债券发行市场上的另一个主要机构投资者，即使对于以私人销售方式发行的市政债券也常常大量购买；养老基金是购买市政债券数量增长最快的投资者，而且其投资的市政债券多以长期为主。

英国的市政债券几乎全部采用说明书公开发行的方式发行，即由发行人公开刊登广告，宣布愿以某种条件发行债券。投资者可按条件进行申购，若申购总额超过发行人计划发行的数额，则按比例递减分配；若申购额不及计划发行量，则通常由承销商包销。为补偿承销商因包销而面临损失的风险，发行人一般要支付1%～4.5%的佣金。此外，一些发行数量较小的市政债券也经常通过私募方式进行销售，即由证券经纪商安排将债券售予某些有关系的团体投资者，而非公开售予社会公众。

3.5.2 德国的市政债券

在德国，市政债券可以由地方政府和地方性公共机构发行。当地方政府作为市政债券发行人时，所融资金一般用于地区市政基础设施的建设；当地方性公共机构作为市政债券发行人时，所融资金一般用于与该公共机构相关的市政基础设施建设和营运中。由地方政府和地方性公共机构发行的市政债券，一般以地方政府的税收收入担保这些债券的利息支出和本金偿还。但同时，市政债券的发行必须满足严格的保险规定，即未清偿市政债券额必须由公共债务贷款所保险。立法机构对于用做保险的抵押贷款的长期价值有很严格的规定，因而使得市政债券成为同联邦政府公债一样安全的投资工具。

在德国，抵押银行同地方政府信贷机构一样也可以发行市政债券，并且是其再筹资活动中最重要的工具。抵押银行要为中小市政基础设施提供无担保贷款，为给这些贷款进行再融资，就必须发行市政债券。当抵押银行发行市政公债时，抵押银行不仅要服从于银行业的一般监管程序，而且还处于政府和抵押银行法有关条款的特别监督之下。德国的市政债券是由借款人在没有承销银团介入的情况下由某家银行代为进行浮动发行，因此，发行银行可以调整发行条件以适应当

时资本市场的情况。大多数由银行发行的市政债券的偿还期从2年到15年不等。

在德国的债券交易市场上，市政债券得到了政府的大力支持。大多数州政府发行的市政债券都是免缴证券交易税的，这大大增加了市政债券的吸引力，使得通过市政债券为城市基础设施建设融资更加便利。

3.5.3 波兰的市政债券

波兰经济是典型的转型经济。在改革和建设过程中，波兰的地方政府在资本性投资中往往扮演主要的角色，尤其是在基建工程的建设和实施上，地方政府会非常积极地寻求除银行贷款之外的长期融资渠道。对于外部资金的强烈渴求，就成为波兰市政金融体系的鲜明特色。但是，由于银行体系的相对不足以及贷款者对于当地政府借款特点的认识不充分，市政当局很难与金融机构形成紧密的合作，结果导致市政当局的储备资金不断减少，债务不断累加。1993年出台的关于市政融资的第25项法案规定市政当局有权发行证券，但法律还严格限定了市政当局的累加债务限额。市政债券的发行在1995年的《债券法》中得到集中的规定，这些规定更多考虑了地方政府的需要。

在1996年，波兰的一些市政当局开始了债券的发行，一些小城市对于债券融资表现出很浓的兴趣。对他们来说，可以发行债券筹集资金用于道路的改造、公共交通设施的改良、商场和住房的建设等。平均而言，城市一般计划发行1 000万～1 200万兹罗提的债券，而一些规模较大的城市会发行更多。例如，格丁尼亚发行了3 000万兹罗提的债券以购买公共交通工具。据统计，1996年波兰的新发行债券总额就已达到215亿兹罗提。[注]无论是小城市还是大都市，债券都是一种很重

要的融资工具。相当一部分的市政当局已经很少使用银行贷款，转而依靠债券作为它们主要的外部融资方式。越来越多的金融机构对组织发行市政债券感兴趣。同时，能像债券发行人一样具有评判债券发行成本和市政当局信用度的机构也越来越多。

至今，波兰几乎所有的市政债券的发行都是面向非公开市场的。私募发行中的债券购买者必须少于300人，所以发行组织人对市场的选择就显得十分重要，因为这可能会影响发行的成败和利润。另外，波兰的法律也明确禁止在大众媒体中公开私募发行的信息，同样也禁止债券的共同发行。

另外，公募的周期比较长，且成本耗费比较大。在一项从1996年年底开始生效的修正案中，规定了市政当局发行债券时必须出具发行说明书和备忘录，这使得市政当局承担了繁重的任务。比如，要求发行人的财务报表（包括3年的资产负债信息、预算以及其他相关信息）通过审查员检查，这又使市政当局加大了额外成本。从成本收益的角度来看，很多地方政府不会愿意在这种情况下进行债券的公募发行。至今，只有一个市政当局准备在二级市场上流通其所发行的债券，但它已经接受了外国机构的技术和财务支持；而其他的市政当局就只能依靠自身有限的资源了。所以，一旦市场上投资者对市政债券不感兴趣，或并不重视市政债券在二级市场上的流动性，市政当局便将继续选择私募方式。

波兰的市政债券采取承销方式。尽管承销使市政当局免予承担发行风险，但是它还仍然要处理信用风险问题。《债券法》中提供了对冲信用风险的期权方法，但大多数发行人没使用过这种期权，而且在将来也不大可能使用。市政债券的发行人都提供它们的现状分析与将来状况的预测。

3.5.4 菲律宾的市政债券

菲律宾的市政债券也是在分权制改革、地方支出增大、地方之间的竞争增强、城市化和人口增长带来的对公共服务需求提高，以及公共服务成本上升的背景下成长起来的。政府支出的提高使地方政府开始寻求更有效率的资金来源。财政状况好、财务管理效率高的政府更加倾向于利用像建设-经营-转让（Build-Operate-Transfer，简称BOT）或债券发行这些非传统的融资方式。

尽管在20世纪80年代菲律宾地方政府就被允许举债融资，但是借债条件很苛刻，大部分都是从市政发展基金会和政府金融机构等公共部门借债，地方政府的借款融资比例低于1%。地方政府资金的70%以上来自财政收入，只有不到30%来自外部融资。此外，由于中央和地方政府没有给予足够的重视，因此缺乏相关的鼓励政策和制度框架，这就使市政债券的发展一直比较缓慢，1991～2001年，地方政府发行的债券一共只有15.14亿比索。

1991年菲律宾通过的《地方政府条例》（Local Government Code），使地方政府在拥有经济发展权的同时，也扩大了信贷融资权限，允许地方政府在“自偿性的、有收益来源的以及关系生计的项目上”使用债券融资。债券发行的具体条款由地方议会自行制定。

为了促进市政债券市场的发展，亚洲开发银行2002年提出了以下建议：由菲律宾总统颁发支持地方债券市场发展的行政命令；在全国范围内分发关于市政债券知识的材料；建立地方债券发行的制度框架；废除对地方政府储蓄和信托账户的限制；对地方债券提供税收优惠；地方政府发行债券必须经过信用评级；建立集中的地方政府债券5E9C信息收集机构。

3.5.5 韩国的市政债券

一般情况下，韩国政府不允许地方政府发行地方公债。但同时又规定，在必要情况下对不可避免的地方公债可以特殊对待，条件是必须符合规定的特殊用途并经过中央政府的批准。韩国政府规定的地方政府举债包括：具有长期效益的公共工程项目；具有充分投资回报且能还本付息的项目；抵御自然灾害的项目和灾后重建项目；筹资用于前一轮举债还本付息的资金；其他改进居民福利状况的项目。每年中央政府会确定并公布地方政府发行债券的指导方针，并制订“地方筹资中期计划”，有筹资要求的地方政府必须预先提交举债筹资的方案报告，列明筹资项目和筹资规模，按照具体用途先与管理国家住宅基金、农村发展特别账户、环境保护特别账户的政府部门协商，获得相关部门批准后，提交中央政府审批。中央政府按照审批指标批准后方可实施发债计划。

韩国地方公债按照举债目的和使用范围的不同分为一般账户债、特别账户债和公共企业债。一般账户债所筹资金主要用于道路与桥梁建设、公共设施维修和救灾项目；特别账户债所筹资金主要用于住宅、供水排水和乡村企业项目；公共企业债所筹资金主要用于地铁和水厂等建设项目。按照不同的用途，地方政府发行债券包括常规债券、义务债券、合同债券和外国债券等几种。

---

1. 钱怡君，计国忠.波兰市政债券的发展及其对我国的启示［J］.南京财经大学学报，2004（3）：66-69。

3.6 不同制度的比较和评价

从以上分析可以看出，西方市场经济发达国家都建立了比较健全的地方政府融资体系，发行地方政府债券已成为各级政府融资的重要方式。但由于财政体制类型、历史传统、地方政府的独立程度和财政能力各不相同，使得它们的市政债券各具特点。一方面，美国和澳大利亚是典型的联邦制国家，具有发达的市场机制，而日本和法国则属于单一制国家；另一方面，从分税制的类型看，美国和日本实行的是集权和分权结合的分税制，法国实行的是集权为主的分税制。但总的来说，这些国家的市政债券还是在很多方面具有相同之处：

第一，政府级次较少。除法国有四级外，美、日都只有三级。这样有利于更明确清晰地划分各级政府间的财权和事权，简化政府间转移支付制度的设计和减少转移支付的环节，增加了财政政策的时效性。

第二，地方政府债券用途比较明确，期限以长期为主。西方国家发行债券基本上都会严格限制地方公债的使用范围，把地方公债更多地用于支持基础设施建设等非竞争性领域。这些国家之所以要对地方政府债务资金的用途加以限制，主要基于两点考虑：一是为了加强政府的预算管理，防止因过度举债而加重财政负担，因为地方政府不仅税收和中央补助等收入有限，而且发债筹资的能力也远远比不上中央财政；二是从公债资金扶持项目的特点考虑的，某些地方政府的支出项目更适于用公债筹资。地方公债的发行主要是因为：（1）调节地方政府费用支出和税收收入之间的不同步而导致的收入—支出暂时性和季节性失衡。这类债券期限短，不会超过1年，到年底就会实现收支平衡。（2）为“地方性公共产品”融资，主要用于医院、住宅、教育以及

污染控制等公益性事业。由于地方政府债券的资金主要用于资本性建设项目，这些项目建设周期长，收益回收慢，因此，客观要求具有足够长的还款周期，否则会加重地方政府的现期收入负担。

第三，实行法制化管理。各国各级政府的事权和财权划分都由宪法或法律作出了明确规定，增强了各级政府的责任，避免了不必要的互相推诿和争取资金的不正当手段。另外，从融资来源、资金管理、投放范围到债务偿还，也都有明确的法律规定。大多数国家均规定地方债主要用于城市基础设施建设，特别是市政设施建设。与此同时，在发债规模的确定上非常谨慎，要充分考虑地方政府的偿还能力，制订合理的发行计划，防止公债规模过大而无法偿还的财政风险。

第四，规范和灵活的转移支付制度。地方支出中有很大一部分是由上级政府转移支付解决，并且这些拨款都是根据透明的公式计算出来的，减少了转移支付中的随意性和盲目性。

第五，建立了一整套系统化的监督管理体系，包括约束机制、信用评级、审批制度和预警系统等。这些国家在地方公债的流通和偿还过程中都有严格的程序进行管理，始终把防范财政风险放在重要位置。如中央对地方发债实行严格的审批制度，进行总量控制和结构调整。在美国，一是通过法律、法规规范地方政府举债行为，发行人必须根据其税收和收入能力约束其发债行为；二是通过市场机制来约束地方债，如通过市政债券的信用评级和法律程序以保证其合法性及其偿还能力，地方政府的信用级别对地方债的发行、筹资成本和债券的流通性都产生重大影响，投资者也高度关注地方债的发行以及发行人的财务状况。

第六，对市政债券发展过程进行积极引导并加以规范。一方面，各国都积极引导和鼓励地方政府发行市政债券，充分发挥市政债券对于地方基础设施建设的作用；另一方面，各国都通过各种措施规范发展地方政府发行市政债券行为，控制发行规模，限制资金使用方向，

从而避免了地方政府滥发债券引起的风险。对市政债券的引导和规范，对于这些国家市政债券的发展起到了至关重要的作用，正是这“两手抓，两手都要硬”的措施，在保证市政债券快速发展的同时，也极大地限制了市政债券所带来的风险，从而更好地满足了这些国家地方政府的资金需求。

第4章 中国城投债的产生背景、现状及意义

【本章概要】

城投债是在中国当前特定的经济环境下，地方政府为规避法律限制而进行融资创新的产物。经过了短短近20年的发展，中国已经探索出了一条自己特有的城投债发展模式，并已经取得巨大成就。城投债的发展对于推进中国城市化建设、缓解地方政府财政压力、深化中国财政体制改革、稳定经济发展和促进债券市场等方面都有重要意义。本章通过对中国城投债的产生背景、发展现状及意义进行详细分析，使我们能够对城投债有更全面的认识。

【本章重要问题】

- 分税制改革。
- 中国城投债的发展历程。
- 城投债的主要特征。
- 城投债发展现状。
- 城投债的意义。

4.1 中国城投债产生的背景及原因

4.1.1 分税制改革

1993年党的十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，要求进一步深化财税体制改革，并明确规定："把先行地方财政包干制度改为合理规划中央和地方事权的基础上的分税制，建立中央税收和地方税收体系。"根据这一精神，1993年12月15日，国务院发布了《关于实行分税制财政管理体制的决定》（国发〔1993〕85号），决定从1994年1月1日起改革地方财政包干体制，对各省、自治区、直辖市以及计划单列市实行分税制财政管理体制。

《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）自1995年1月1日起实施。1995年11月22日制定了《预算法实施条例》（中华人民共和国国务院令〔1995〕第186号），规定：中央和地方实行分税制，一级政府实行一级预算，整个国家实行五级预算，即中央、省、地、县和乡镇。

这次分税制改革的一个重要内容就是，中央政府和地方政府事权和支出的划分。中央财政主要承担国家安全、外交和中央国家机关运转所需经费，调整国民经济结构、协调地区发展、实施宏观调控所必需的支出，以及由中央直接管理的事业发展支出。地方财政主要承担本地区政府机关运转所需支出，以及本地区经济和事业发展所需支出，具体包括：地方行政管理费用、公检法支出、部分武警经费、民兵事业费、地方统筹的基本建设投资、地方企业的技术改造和新产品

试制费、支农支出、城市维护和建设费用、地方文化、教育和卫生等各项事业费、价格补贴支出以及其他支出等。

1994年分税制改革的内容还包括：中央政府与地方政府的收入划分；中央财政对地方财政税收返还数额的确定；原体制中中央补助、地方上解以及有关结算事项的处理；建立了过渡期转移支付制度等内容。同时，由于分税制本身在制度和利益关系上所具有的复杂性，分税改革不是孤立进行的，而是与其他方面的改革相互配合和相互衔接。这些配套措施包括以下几方面：一是同步进行了税收制度的改革。在流转税方面，建立了以新的规范化的增值税为核心、与消费税和营业税互相协调的流转税制度；内资企业，无论所有制性质如何，一律实行统一的企业所得税，并积极为统一内外资企业所得税创造条件等。二是进行了税收征收管理体制的改革。三是建立与分税制度相适应的国库体系。四是改革预算编制的方法，硬化预算约束。

总之，这次财税体制改革主要是针对包干体制的弊端而提出来的，是新中国成立以来改革力度最大、范围最广、影响最深远的一次财税制度创新，是中国财政管理体制的一次重大调整。从制度层面来看，1994年财税改革初步建立起分税制的财政体制。从实践来看，此次重大改革措施的基本导向是建立与社会主义市场体制内在要求相适应的财政管理体制，并且在近年来的运行过程中显示出较为良好的效果，比如基本确立了分级财政管理体制的总体框架；确定了中央财政的主导地位；促进了资源优化配置和产业结构调整；促进了财政资金供给范围合理调整和财政支出结构优化；中央政府对地方政府间的转移支付制度改革初见成效等诸多方面。

虽然这次分税制改革取得了较为明显的成就，中央财政收入得到了很大的提高。但与此同时，地方财政占全国总财政收入的比例却在不断下降，2009年地方财政收入所占比例只有47.6%。同时，地方政府财政支出呈现明显上升的趋势，且1998年以来地方支出增长速度明

显高于地方收入增长速度，地方财政收支缺口不断扩大。2008年地方财政支出占全国财政支出总额的79.9%。也就是说，地方政府用47.6%的财政收入支撑了79.9%的财政支出，财政收支严重失衡，导致了地方财政状况不断恶化，这就使得地方政府一方面依靠中央转移支付获得资金来源，另一方面不断通过其他途径，比如借款、土地融资以及通过设立城投公司在资本市场融资等获得资金，导致了地方政府债务管理的无序化。

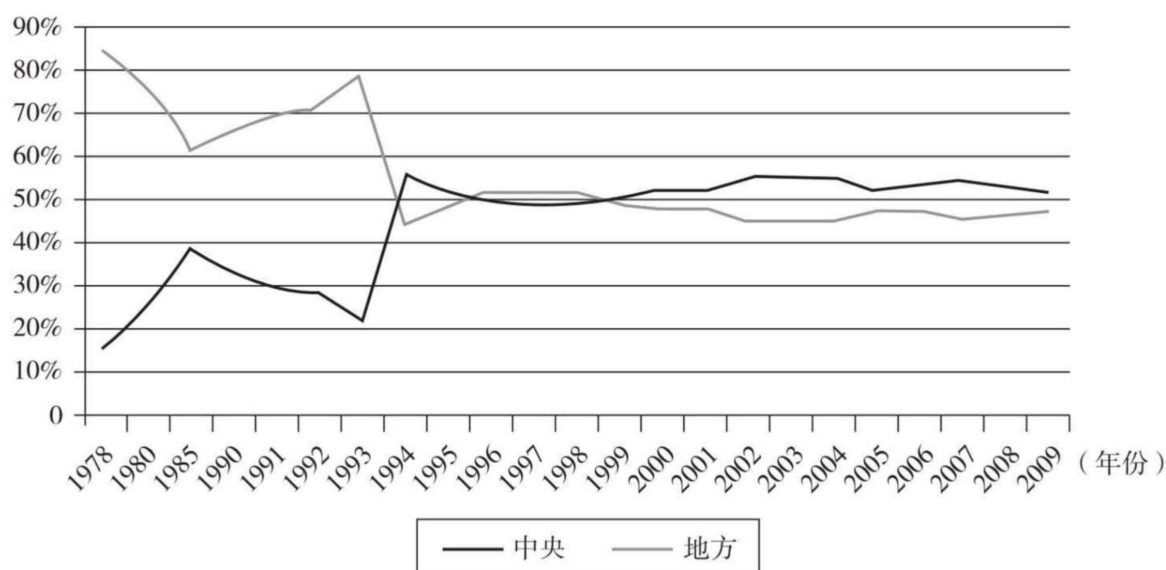


图4-1 中央和地方财政收入比重

资料来源：2009年中国统计年鉴，中华人民共和国财政部网站

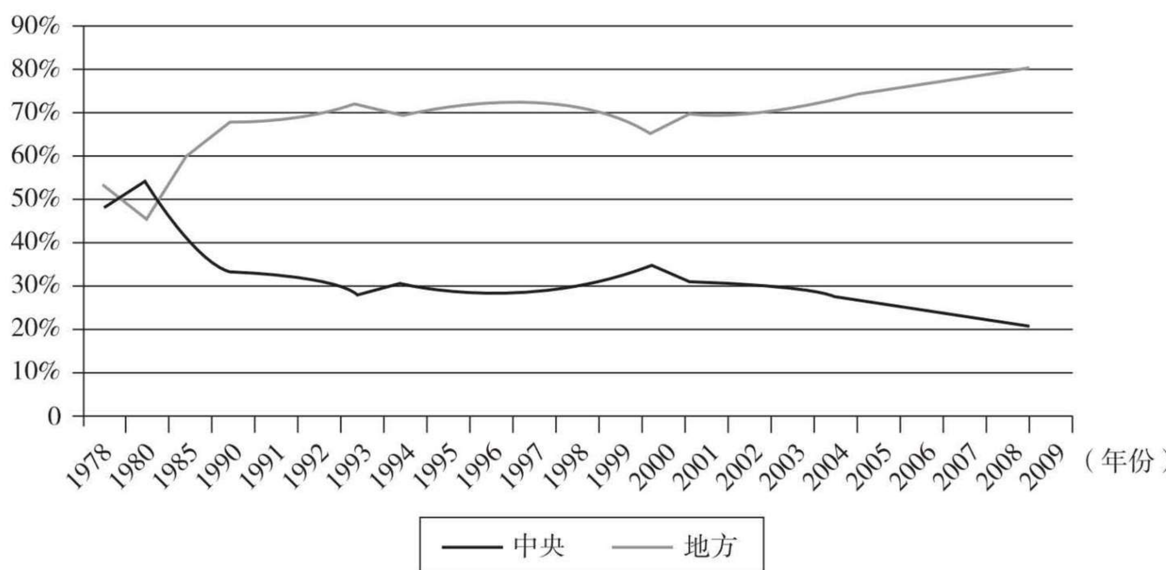


图4-2 中央和地方财政支出比重

资料来源：2009年中国统计年鉴，中华人民共和国财政部网站

4.1.2 城市化过程中建设资金的需求巨大

改革开放之前，中国城市化水平一直比较低，城市化进程缓慢，城市发展落后，这主要是由于中国经济水平整体较低，城市建设资金不足。城市化问题严重制约了中国经济的发展，已成为中国政府面临的重要而又紧迫的难题。2007年7月，诺贝尔经济学奖得主斯蒂格利茨曾经说道："中国的城市化与美国的高科技发展将是深刻影响21世纪人类发展的两大主题。"随着改革开放的不断深入，中国经济实力不断提高，中国的城市化进程显著加快，城市化率不断提高。1978年改革开放初期中国的城市化率仅为17.9%，1998年上升到33.35%，2009年则达到46.6%。

虽然改革开放30多年来中国城市化水平迅速提升，但依然长期低于东亚平均水平。由图4-3可以看出，与东亚许多国家相比，中国目前城市化水平并没有什么独特之处。事实上，中国的城市化率长期以来一直低于东亚发展中国家的平均水平，更低于本地区经济比较发达的日本和韩国。尽管自20世纪80年代以来，中国的城市化率不断向东亚平均水平靠拢，并且根据联合国人口发展报告的预测2030年中国可实现60%的城市化水平，但是，这一数字与东亚平均值仍有2个百分点的差距，届时，日本和韩国的城市化率更是高达73.7%和86.3%。因此，从东亚近邻作跨国比较，容易发现中国的城市化水平不但历史水平不高，在更远的未来与其他国家相比仍然存在很大差距。

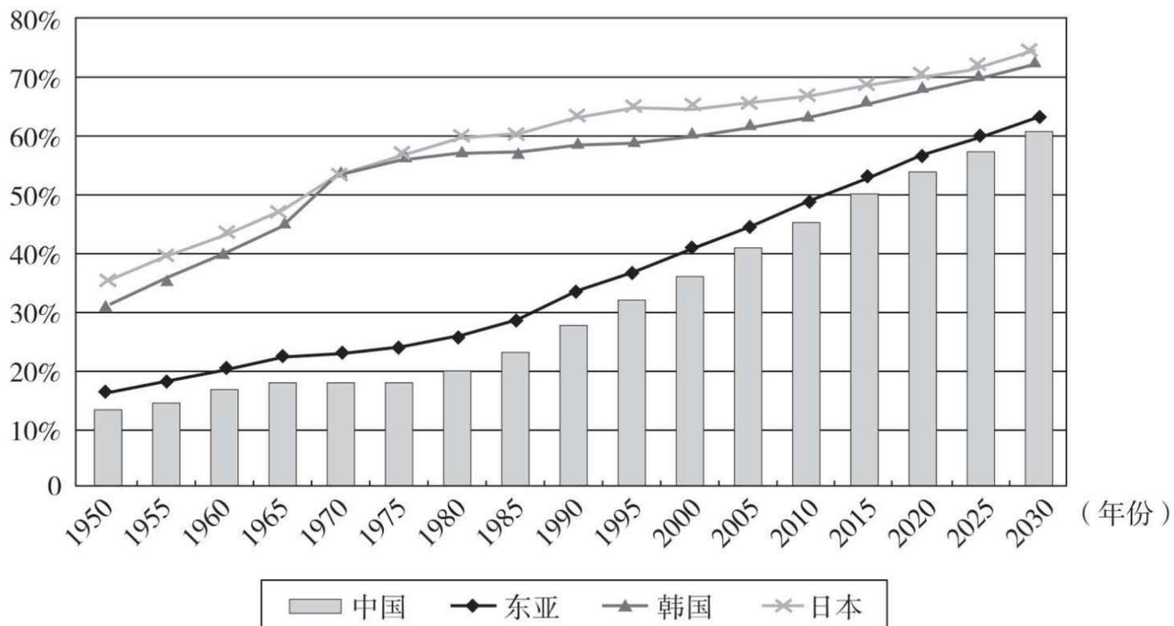


图4-3 中国与东亚城市化水平历史比较及预测

此外，中国的城市化水平也不显著高于新兴市场经济体。拿单个新兴市场国家作比较，可以发现中国的城市化空间同样巨大：在过去的20多年里，东亚新兴市场经济体中城市化步伐推进最快的是印度尼西亚，已经远远超过中国；作为低收入国家的菲律宾，城市化率也很高，它和马来西亚是东亚地区城市化程度最高的两个国家，约是中国的两倍；相比之下，中国的城市化进程只比印度和泰国高一些。

另外，从中国不同区域、不同省份的跨地区比较看，东部城市化水平明显高于中西部，而且不同省市之间差距较大，这说明中国内部的城市化发展是很不平衡的。自1980年起，沿海省份城市的发展速度已远远超过内陆城市，上海和北京更为明显。东部沿海省份的平均城市化为49%，而内陆省份仅为35%。只有1/4的内陆省份达到了全国的平均城市化率。总之，无论怎么作比较，未来中国的城市化前景都存在很大空间。

2010年年初，中央政府将加快城镇化发展作为扩大内需和调整经济结构的重要措施，并确定了2010城镇化率的目标为47%，各省市也

相应提出了各自的城镇化发展目标（见表4-1）。

表4-1 中国主要省市城镇化率及发展目标

省　市	2008 年	2009 年	2010 年目标
河　北	41. 90%	—	45%
河　南	36. 03%	37. 70%	39. 2%
湖　南	42. 15%	43. 20%	45%
湖　北	45. 20%	—	50%
安　徽	40. 50%	42. 10%	42%
江　西	41. 36%	43. 20%	2012 年 46%
广　西	38. 16%	39. 20%	40%
四　川	37. 40%	38. 70%	40%

省　市	2008 年	2009 年	2010 年目标
重　庆	49.99%	51.59%	53%
贵　州	29.11%	30.00%	31%
云　南	33.00%	—	2010 年 35%、2012 年 40%
西　藏	22.61%	23.80%	2020 年 43%
陕　西	42.10%	43.50%	45%
甘　肃	32.15%	32.65%	35%
青　海	40.86%	41.90%	44%
宁　夏	44.98%	—	47%
新　疆	39.64%	39.85%	—
内蒙古	51.60%	53.20%	55%
北　京	84.90%	85.00%	—
天　津	77.23%	—	80%
山　西	45.11%	45.99%	47%
辽　宁	60.05%	60.04%	2010 年 65.5%、2012 年 69%
吉　林	53.21%	53.30%	57%
黑龙江	55.40%	55.50%	2012 年 58%
上　海	88.60%	—	—
江　苏	54.30%	—	—
浙　江	57.60%	—	—
福　建	49.90%	51.40%	52%
山　东	47.60%	48.30%	50%
广　东	63.37%	63.40%	65%
海　南	48.00%	—	50%

资料来源：Wind资讯，各省市统计公报

然而，城市化是一个城市建设的过程，没有城市基础设施的投入建设，城市化只是空谈。而中国现阶段，城市基础设施建设比较低下，城市道路交通拥挤，供排水设施、污水处理设施、热力管网和垃圾处理等基础配套设施已无法满足日益增加的城市人口的需要。城市基础投资资金的缺乏、投资总量不足已成为现阶段中国城市建设中存

在的普遍问题，也是制约中国城市化道路的重要障碍。据统计，中国城市基础建设投资占GDP比重一直较低，“十五”期间，我国市政公用设施投资总额约20 300亿元，约占GDP的2.9%，低于联合国推荐的下限值3%；而根据世界银行调查，发展中国家的城市基础设施建设投资占GDP之比的均值为4%。假设2010～2020年我国GDP保持8%的增速，同期城市基础设施投资占GDP的比重维持在3%，未来10年我国GDP总量将达到706万亿元，城市基础设施建设总规模将达到21.18万亿元。

此外，地方政府对基础设施投资需求有着强烈的偏好。各级政府认识到在工业化过程中基础设施的重要地位。随着研究的深入，学术界和政界对基础设施在经济发展中的重要性达成如下共识：（1）基础设施的发展水平直接或间接地影响生产部门的成本和效益，进而影响其供给的数量和质量。（2）基础设施具有外部经济的作用。只有基础设施发展了，企业的市场范围才能不断扩大，才能实行专业化分工基础上的大规模生产，实现规模经济，因此基础设施是城市集中、工业集中和规模经济的前提条件。（3）基础设施的建设有利于推动经济结构和社会结构的变革，有利于提高城乡居民的生活水平。如果没有基础设施所提供的便利，人类的经济活动将更倾向于自给自足和限制在狭小的范围内，人类创造性的发挥和发展将受到限制。（4）在工业化中期，随着经济由短缺向过剩逐步转变，在调整原有生产结构，逐步向新的消费结构过渡的阶段，基础设施投资将是扩大内需、启动经济和增加就业的重要措施。因此，要实现工业化和经济起飞，各级政府已经注意到基础设施“先行官”的作用，都尽量避免基础设施的瓶颈约束。这不仅要求基础设施在建设时间上适当超前，投资优先保证，而且还要求具有技术先行的含义。

通过以上分析可知，一方面中国城市基础建设存在巨大的资金缺口，而现有的融资渠道又无法满足城市建设资金的需求；另一方面，城市基础建设具备的公共产品的特性决定了城市基础建设投资的特点

是投资数额大、投资回收周期长、投资收益低，从而使得追求利润最大化的企业不愿意经营或者无力经营，进而导致城市基础建设投资的主体只能是地方政府。在这种环境下，地方政府也只有想尽办法融资以增加基础建设投入。

4.1.3 现行法律不允许地方政府直接发行债券

《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）第28条明确规定，除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行债券，不能通过发行债券方式进行融资。这一规定剥夺了地方政府发行市政债券的权利。

当然，中央政府约束地方政府直接发债也有其客观原因，主要出于以下考虑：

第一，担心地方政府过度举债，造成重复建设和债务危机，最终加重中央财政的负担。地方政府的约束力被认为是最值得重视的软肋。在计划经济向市场经济的转轨过程中，地方政府的自我约束力不强，有着无限扩大支出的偏好和冲动。决策责任机制不健全和法律约束缺位是诱发这种不良现象的重要原因。此外，由于中国是单一制国家而不是联邦制，对于欠债不还的地方政府，中央政府只能在转移支付上做文章，最终受损的还是中央政府。所以中央政府在对地方政府缺乏相应制裁措施的情况下，除了限制地方政府发债，没有其他办法。

第二，地方债务规模难测。由于地方政府负债极不规范，种类繁多，而且大多是隐性的，到底负债规模有多大，无统一说法。例如，早些年，就有研究报告认为中国仅乡镇级债务就高达亿元，其中不少债务已经转化为银行的不良贷款。如果在这种情况下，中央政府允许

地方政府发行市政债券，必然会进一步增加金融风险，危及国家经济安全。正是在此情况下，2010年年初，中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）向各省级地方政府负责人下发了一份特殊的调查问卷——政府负债调查表。但是目前还没有公布一个准确的数字。不少学者或机构通过自己的方式估算了地方政府的负债规模。如财政部财政科学研究所所长贾康的估算是，目前中国地方投融资平台负债超过6万亿元，其中地方债务总规模在4万亿元以上，约相当于GDP的16.5%，财政收入的80.2%，地方财政收入的174.6%；国务院发展研究中心金融所副所长巴曙松亦认为，2009年地方政府投融资平台的负债总规模已经超过了地方政府全年的总财政收入；[注]中金公司研究报告预计，2009年年底，地方政府融资平台贷款余额（不含票据）约为7.2万亿元，其中2009年新增约3万亿元；[注]《21世纪经济报道》2010年3月3日援引未具名的政策机构数据称，中国地方政府负债余额超过8万亿元，其中包括7万亿银行贷款；[注]《中国证券报》报导称，2009年有9.6万亿元新增贷款，其中约40%流向地方政府融资项目。[注]

第三，中央政府担心难以协调整个社会资金在国债、企业债、金融债乃至股票之间的分配比例。地方公债与国债应该是相互联系、相互补充的，但有时也会出现矛盾。因为一定时期内社会闲置资金是有限的，如果不从制度上明确二者的协调关系，有可能在债券发行时出现抢时间、抢市场和相互攀比利率等矛盾。在现有国债市场还不十分成熟的情况下，过早地开放地方债券市场，可能导致债券市场秩序的混乱，进而威胁金融体系的安全。

正是在这种条件下，地方政府纷纷进行融资创新，寻求一种替代性的融资方式，从而能够避开法律的限制而获得必要资金。一些地方政府通过设立隶属企业，以这些企业作为发行债券的主体，并对这些企业和债券予以担保和优惠政策，于是就产生了中国的城市建设投资债券，也就是所谓的“城投债”。

4.1.4 城投债自身优势

城投债作为地方政府融资的一种手段或者平台，之所以能够在众多的融资平台中脱颖而出，并得到迅速发展，成为地方城市建设的重要资金来源，其自身有着其他融资渠道不可比拟的优点：

（1）具有制订和安排发行计划的主动性和灵活性。地方政府只需根据宏观政策取向、区域经济发展状况和中长期远景规划来制订相关城投公司的债券发行计划，报中央政府批准。而获批后，地方政府便可以灵活安排本地区的融资计划。

（2）地方政府可以对发债企业的生产经营活动予以干预并给予政策性优惠。发债企业多数是由地方政府或者部门建立起来的，与地方政府有着千丝万缕的关系，地方政府可以动用人事安排权、公共物品定价权和其他行政权力等安排城投公司的生产经营活动。地方政府也会给予这些城投公司政策上优惠或者财政补贴，保证其良好的运行，进而使其达到特定目的。

（3）与向金融机构借款或上市融资不同，除了地方政府的项目审计外，通过城投债进行的筹资活动很少受到外部约束。例如，商业银行在公司化改造以后，为了降低较高的不良贷款率，均加强了资产流动性管理，非常重视贷款的事后跟踪检查和风险的防范；又如，上市融资必须严格履行强制性信息披露制度，并受到证监会和证交所的监管。

（4）信用级别高，而投资收益率较高。城投债很多都是由大型国有企业和国有商业银行进行直接融资担保，并有地方政府进行隐性担保，使其信用等级高于普通企业债券，相对来说收益比较稳定，因而受到了投资者的追捧。地方信用是仅次于国家信用的第二大信用体系，以地方政府信用作为最终保障的城投债在信用级别方面具有相当

优势。但是作为中国式市政债券，城投债却是按照企业债券模式运作，它与一般企业债券的信用优势在债券定价上并未得到充分体现，在期限相同的情况下，城投债利率水平甚至高于企业债利率水平，这就为投资者提供了一个以较低风险取得较高收益的机会，容易得到投资者的认可。

由上述分析可见，城投债是在中国当前特定的经济环境下，地方政府为规避法律限制而进行融资创新的产物，是中国现阶段特有的金融创新。它是在地方政府财权与事权不对等、对基础设施投资有强烈偏好、中央政府对市政债券进行严格控制和城投债具有独特优势等方面相互作用的结果，是中国当前特定经济环境下特有的金融产品。

---

1. 中国地方政府负债超5万亿 官员称融资链条面临断裂［N］.中国经济周刊，2010-3-1。
2. 地方政府负债达7.2万亿 多个地方卖地还贷［N］.中国日报，2010-3-17。
3. 地方政府负债可能超8万亿元人民币［N］.路透社，2010-3-3。
4. 地方政府负债可能超8万亿元人民币［N］.路透社，2010-3-3。

4.2 中国城投债的发展历程

中国的城投债首先诞生于上海。1992年7月22日，为拓宽城市建设融资渠道，经上海市人民政府批准和授权，上海市专门成立了一家对城市建设和维护资金进行筹措和管理的城市建设专业投资和开发控股公司——上海市城市建设投资开发总公司。1993年4月15日，该公司第一次发行城市建设债券，发行金额为5亿元，发行期限2年，票面利率为10.5%，成为中国第一期城投债，从而揭开了中国债券发展的新篇章。自此，各地政府纷纷效仿上海，一时间中国的城投公司如雨后春笋般不断涌现，发行的城投债规模不断增加。特别是2004年后，城投债发展更为迅速，平均每年以36.3%的速度增加。截至2010年6月30日，城投债发行总规模达到4 342亿元。

中国的城投债主要依托于企业债券市场，从品种上看，主要包括企业债、中期票据和短期融资券，其发展大致经历了3个阶段:

1.起步阶段

2005年以前，中国城投债基本为中央企业债，发债主体集中于直辖市和大型省会城市，发行量非常有限。

2.快速发展阶段

2005年后，地方企业债的启动使城投债发展步伐明显加快。上海市城市建设投资开发总公司于2005年7月率先发行了总额为30亿元的地方企业债，此后城投债全部被纳入地方企业债范畴。企业债发行政策的调整降低了债券发行门槛，推动了城投债发行数量和规模快速增长和扩大。单单从企业债来看，城投债成为企业债的重要品种，2008年

城投类企业债共发行363亿元，占企业债发行总额的15.24%。截至2008年年底，中国城投类企业累计发行企业债、中期票据和短期融资券共计126期，累计金额达到1 609.9亿元。

3.跨越式发展阶段

进入2009年，中国实施积极财政政策，扩大投资规模，地方政府也加大了基础设施投资。2009年3月，中国人民银行联合银监会发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》（银发〔2009〕92号），提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具”。重新启动发行的中期票据也成为城投债发展的新亮点。在宽松货币政策和积极财政政策的大背景下，大规模基础设施建设资金需求带动企业债市场升温，发行制度变革(注)以及债券增信方式创新在2009年度被广泛应用并进一步深化，而货币供应量延续了高速增长的态势，充裕的流动性推动了信用债市场的快速增长，企业债市场发行总量突破4 000亿元，规模和期数均创历史新高。在企业债的强势带动下，2009年城投债也发展迅猛。2009年1～12月，全国共发行城投公司企业债券108期，发行金额为1 530亿元，发行期数和发行金额分别是2008年全年发行量的5.14和4.21倍；城投公司中期票据共发行12期，发行金额为512亿元；城投公司短期融资券共发行11期，发行金额为173亿元。截至2009年12月31日，我国尚未到期的城投债有203期，金额为3 199.5亿元，其中，企业债为2 543.5亿元，中期票据为551亿元，短期融资券为105亿元。从表4-2和图4-4可以看出，在已发行的城投债中，无论是从发行期数和发行金额来看，企业债都占据了绝大部分，占比分别为76.3%和68%；中期票据发行期数较少，只有13期，但是由于单笔发行金额较大，总金额占城投债总额的14.4%；而短期融资券虽然发行期数远多于中期票据，但由于单笔发行金额较小，因此两者在发行总金额上相差不大。

表4-2 截至2009年12月31日城投债发行结构

城投债类型	发行期数（期）			金额（亿元）			所占比例	
	已到期	未到期	合计	已到期	未到期	合计	期数比例	金额比例
企业债	14	182	196	58.4	2 543.5	2 601.9	76.3%	68.0%
中期票据	0	13	13	0	551	551	5.1%	14.4%
短期融资券	40	8	48	567	105	672	18.7%	17.6%
汇总	54	203	257	625.4	3 199.5	3 824.9	100.0%	100.0%

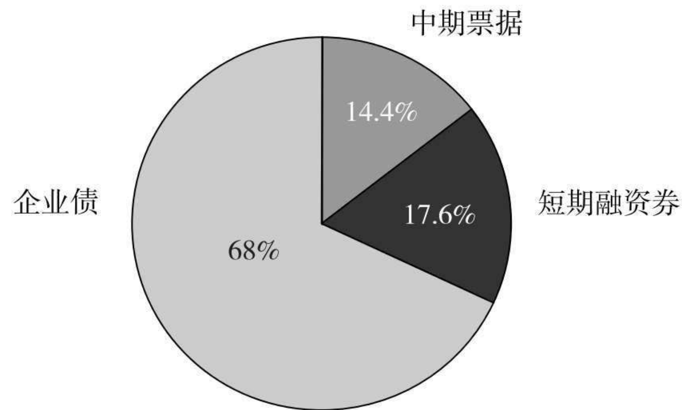


图4-4 截至2009年12月31日城投债发行金额结构图

虽然城投债与真正意义上的市政债券之间仍存在着差异，只能被看做是市政债券的一种变通形式，但是从城投债的发行过程以及债券发行之后的运作来看，应该说还是相当成功的，较好地解决了地方基础设施建设资金短缺问题。

---

1. 企业债由“批准制”变为“核准制”，发行制度更加市场化。“核准制”以市场需求为导向，只要企业符合相关发债条件，不违反国家有关产业政策即可以申请发行企业债。

4.3 中国城投债发行现状

4.3.1 城投公司企业债券

从2002～2009年各年发行的企业债的期数和金额来看（见表4-3），2009年之前，城投公司企业债券虽然发展较快，但增长速度比较平稳，基本上保持一个较快的增长速度。而到了2009年，城投公司企业债券则得到爆炸式发展，使得2009年成为城投债发展的里程碑式的一年。2009年发行城投公司企业债券共108期，发行金额为1 530亿元，为2002～2008年发行总期数的1.45倍和发行总金额的1.51倍，主要是我国为了应对经济危机所采取的扩张性财政政策和宽松性货币政策。2008年11月，中央政府出台4万亿经济刺激计划，其中，中央投资1.18万亿元，其余资金来源于地方配套和民间资金，而城投公司作为地方政府融资的主要平台也担负起发债融资的重担。

表4-3 2002～2009年城投公司企业债券发行量、企业债发行总量及所占比例

年　份	期数（期）	城投公司企业债券发行额（亿元）	企业债发行总量（亿元）	金额占企业债比例
2002	2	30	315	9.52%
2003	4	83	440	18.86%
2004	2	34	351.6	9.67%
2005	9	109	674	16.17%
2006	13	162	1075	15.07%
2007	23	232.5	1 709.35	13.60%
2008	21	363	2 381.9	15.24%
2009	108	1 530*	4 250.33	36.00%
合计	182	2 543.5	11 197.18	22.72%

*08长兴债由于上市发行日期为2009年1月9日，故归为2009年。

从评级来看（见表4-4），城投公司主体信用等级一般都不是很高，主要集中在AA-、AA和AA+三个级别。而A、A+、AAA则相应递减，基本呈正态分布。主要原因在于一般城投公司的收入结构比较单一，其从事公共产品提供的特征使得利润较薄，财政补贴是城投公司利润的主要来源。

表4-4 截至2009年12月31日城投公司主体级别分布表

主体级别	期数（期）	金额（亿元）	期数比例	金额比例
A	2	13	1.1%	0.5%
A+	19	161.8	10.4%	6.4%
AA-	49	544.2	26.9%	21.4%
AA	56	770.5	30.8%	30.3%
AA+	26	461	14.3%	18.1%
AAA	13	348	7.1%	13.7%
—	17	245	9.3%	9.6%

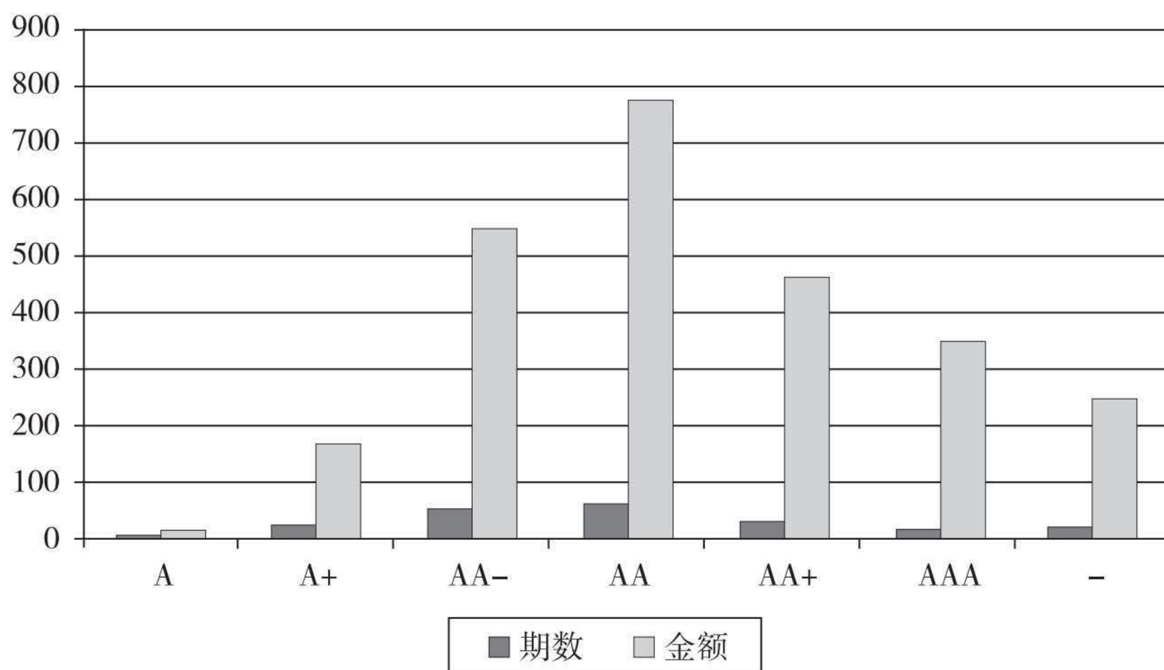


图4-5 截至2009年12月31日城投公司主体级别分布图

相对于主体评级，城投债的债项信用等级则比较高（见表4-5），多数集中于AA与AAA之间，等级为AA-和A+的一共只有3期。这是因为城投公司在发行债券时多数采取了不同方式的增信，从而大大提高了其债项信用等级。

表4-5 截至2009年12月31日城投公司企业债券债项级别分布表

债项级别	期数（期）	金额（亿元）	期数比例	金额比例
A +	2	10	1.1%	0.4%
AA −	1	12	0.5%	0.5%
AA	50	571.3	27.5%	22.5%
AA +	49	654.7	26.9%	25.7%
AAA	80	1 295.5	44.0%	50.9%

从增信方式来看（见表4-6），在2007年10月12日银监会发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》（银监发〔2007〕75号）禁止银行对债券进行担保之前，几乎所有城投公司发行债券都采取银行担保方式。在银行退出担保之后，城投公司不得不寻求其他增信方式，包

括第三方担保、抵押担保、质押担保以及这三种方式的混合使用，而偿债基金和风险准备金方式则运用较少，分别只有1例。在银行担保之外的增信方式中，第三方担保有52期，占总期数的28.6%，发行金额为865.5亿元，占总发行金额的28.6%和34%。其次为质押担保和抵押担保以及两者的混合使用，这三者共发行58期，占总期数的31.8%，发行金额为706.8亿元，占总发行金额的27.7%。最后，无担保形式发行债券有15期，发行金额为281亿元。

表4-6 截至2009年12月31日城投公司企业债券增信方式

增信方式	期数（期）	金额（亿元）	期数比例	金额比例
银行担保	54	657.5	29.7%	25.9%
第三方担保	52	865.5	28.6%	34.0%
质押担保	38	486.5	20.9%	19.1%
抵押担保	15	165.8	8.2%	6.5%
抵押担保、质押担保	5	54.5	2.7%	2.1%
质押担保、第三方担保	1	10	0.5%	0.4%
偿债基金	1	7.7	0.5%	0.3%
风险准备金	1	15	0.5%	0.6%
无担保	15	281	8.2%	11.0%

从单笔发行金额来看（见表4-7），所有城投公司企业债券发行规模都大于3亿元[注]，绝大部分城投公司企业债券的发行金额为7亿～10亿元，其次是10亿～15亿元，单笔高于15亿元的也有42期，而发行金额在3亿～5亿元的比较少，只有7期。这主要是由于城投公司企业债券多数投资于城市基础设施项目，而这些项目的主要特点是投资期限长，投资资金较大。

表4-7 截至2009年12月31日城投债单笔发行金额分布表

单笔发行金额（亿元）	期数（期）	金额（亿元）	期数比例	金额比例
3～5	7	35	3.8%	1.4%
5～7	13	80.8	7.1%	3.2%
7～10	68	638.7	37.4%	25.1%
10～15	52	731	28.6%	28.7%
>15	42	1 058	23.1%	41.6%

从债券期限来看（见表4-8），主要以中长期为主，其中7年期和10年期占据了绝大部分，这也是由资金用途决定的。具体来看，7年期的总共发行了70期，占总期数的38.5%，发行金额为966.2亿元，占总发行金额的38%；10年期的共发行了59期，占总期数的32.4%，发行金额为893亿元，占总发行金额的35.1%；而3年期、8年期和20年期以上的债券最少，都分别只有2期；5年期和6年期均为16期。

表4-8 截至2009年12月31日城投债发行期限分布表

债券期限（年）	期数（期）	金额（亿元）	期数比例	金额比例
3	2	37	1.1%	1.5%
5	16	234.5	8.8%	9.2%
6	16	157.8	8.8%	6.2%
7	70	966.2	38.5%	38.0%
8	2	20	1.1%	0.8%
10	59	893	32.4%	35.1%
15	15	210	8.2%	8.3%
20	2	25	1.1%	1.0%

从地区分布来看（见图4-6），主要集中在四个直辖市以及东南沿海发达地区。这主要是由于这些地区经济较为发达，城市化进程较快，城市建设也需要大量资金。另一方面这些地方财政收入也相对比较多，可以对城投公司发行债券给予必要的财政支持。

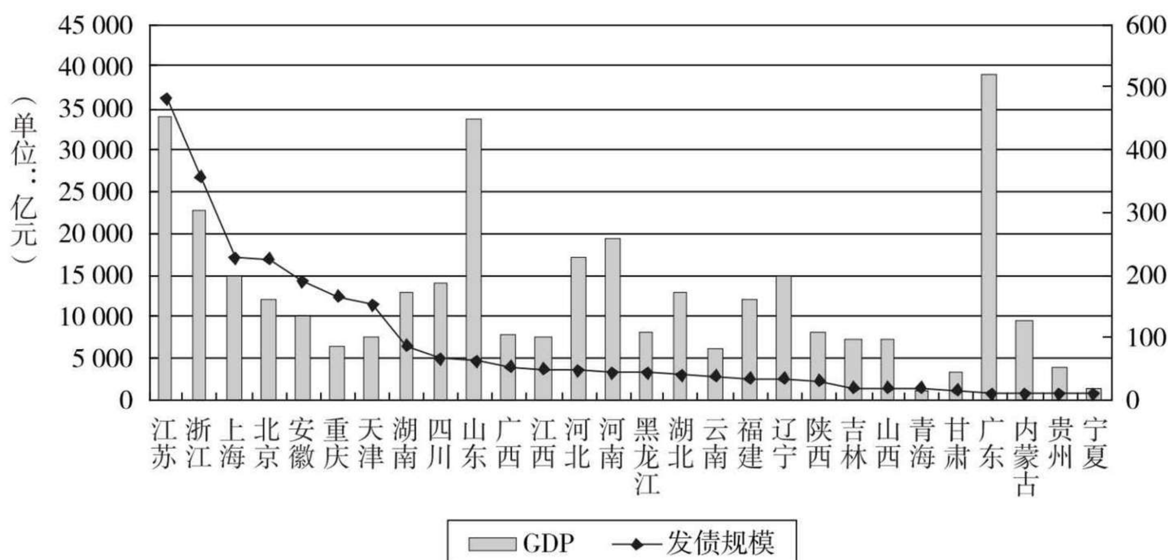


图4-6 截至2009年12月31日城投公司企业债券发行规模与当地GDP的比较

4.3.2 城投公司中期票据

从2008年12月22日上海市城市建设投资开发总公司发行第一期中期票据以来，我国共发行了13期城投公司中期票据，累计发行金额551亿元。从发行期限来看，城投公司中期票据的期限绝大部分都是5年，只有北京国有资本经营管理中心发行的“09京国资MTN2”为3年。这主要是由于城投公司发行中期票据多数是用于补充运营资金、偿还银行贷款以及调整资产结构，因此期限不是很长。从发行金额来看，城投公司中期票据的单笔发行金额相对于城投公司企业债券和短期融资券来说普遍偏高，都在10亿元以上，而且以50亿元居多。从主体级别来看，这些城投公司的主体级别都比较高，除了两家企业为AA+以外，其余均为AAA。由于城投公司中期票据都没有采取增信措施，因此债项信用等级和城投公司主体信用等级一致。从区域分布来看，主要分布在直辖市，并以北京居多，共发行了5期；其次是上海，发行了4期；处于西部的陕西和甘肃，也分别发行了1期债券，特别是甘肃省国有资产投资集团有限公司发行的“09甘国投MTN1”，金额高达100亿

元。从城投公司的行业分布来看，有9期位于多领域控股行业，3期为公路运输行业，1期为城市基础设施建设行业。

表4-9 截至2009年12月31日城投公司中期票据汇总表

债券名称	发行金额（亿元）	债券期限（年）	主体级别	债券级别	发行利率（%）	区　域	行业分布
09 宁国资 MTN1	10	5	AA +	AA +	4. 64	江苏	多领域控股
09 西基投 MTN1	11	5	AA +	AA +	5. 4	陕西	基础设施建设
09 粤交通 MTN1	30	5	AAA	AAA	4. 5	广东	公路与铁路
09 甘国投 MTN1	100	5	AAA	AAA	3. 8	甘肃	多领域控股
09 京国资 MTN3	50	5	AAA	AAA	3. 79	北京	多领域控股
09 京国资 MTN2	50	3	AAA	AAA	2. 62	北京	多领域控股
09 沪城投 MTN2	50	5	AAA	AAA	3. 5	上海	多领域控股
09 京投 MTN2	20	5	AAA	AAA	3. 53	北京	公路运输
09 京国资 MTN1	100	5	AAA	AAA	3. 48	北京	多领域控股
09 久事 MTN1	50	8	AAA	AAA	4. 3	上海	多领域控股
09 沪城投 MTN1	30	5	AAA	AAA	3. 9	上海	多领域控股
09 京投 MTN1	20	5	AAA	AAA	3. 9	北京	公路运输
08 沪城投 MTN1	30	5	AAA	AAA	3. 95	上海	多领域控股

4.3.3 城投公司短期融资券

截至2009年12月31日，我国共发行48期城投公司短期融资券，发行金额为672亿元，其中未到期的有8期，金额为105亿元。从发行金额来看，单笔发行金额绝大部分都在10亿元以上，最高有40亿元，只有10期在10亿元以下，分布在3亿～8亿元。从发行期限来看，在发行的48期中，有45期期限为365天，其余的期限为180天、270天和272天，各1期。从承销方式来看，短期融资券都采取余额包销的方式。从利率支付方式来看，有16期采取贴息方式，而其余32期则采取到期一次性

支付本息的方式。从发行企业的主体信用等级来看，整体级别介于城投公司企业债券和中期票据之间，其中，有9家主体信用等级为AAA，17家主体信用等级为AA+，主体信用等级为AA和AA-的分别为5家和1家。从债券信用等级来看，都为A-1，为短期信用级别中最高的，而且这些债券和中期票据一样均没有采取任何增信措施。从短期融资券地区分布来看，主要集中在中东部发达省份，其中江苏省最多，共发行了15期，累计金额为234亿元，其次是上海和北京，均发行了8期，发行金额分别为134亿元和116亿元。从城投公司所处的行业分布来看，综合类行业和公路与铁路占据了绝大部分，两者总发行33期，占总期数的68.75%，合计发行金额为480亿元，占总发行金额的71.43%。

表4-10 截至2009年12月31日城投公司短期融资券发行地区分布表

地　区	发行期数（期）	发行金额（亿元）
天津	3	9
河南	2	14
湖北	2	20
上海	8	134
北京	8	116
江苏	15	234
陕西	2	15
浙江	5	60
广东	3	70

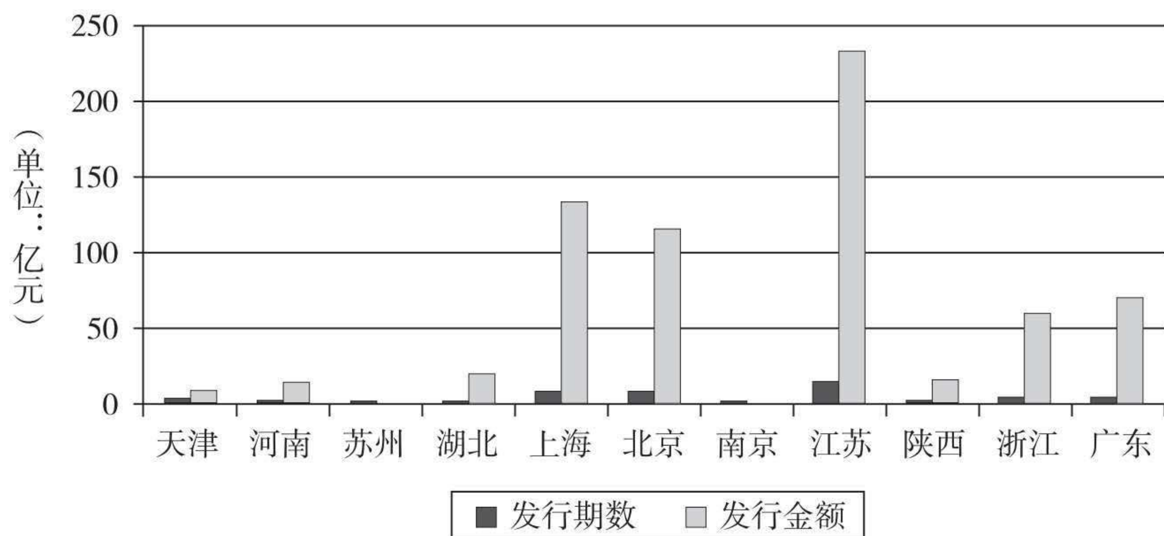


图4-7 截至2009年12月31日城投公司短期融资券地区分布图

表4-11 截至2009年12月31日城投公司短期融资券行业分布表

所处行业	发行期数（期）	发行金额（亿元）
综合类行业	18	200
水务	4	50
建筑与工程	1	12
公路与铁路	15	280
多领域控股	4	30
房地产开发	1	10
公路运输	5	90

---

1. 1998～2002年有4期发行金额在3亿元以下，而且期限较短，都为3年，均已经到期。这4期分别为98湖南建设债、98大连建设债券、98苏交投债和99川投债。

4.4 中国城投债税收现状

由于中国目前仍将城投债与一般企业债相提并论，不加以区别对待，城投公司是完全按照公司的法人要求设立和运行的，因此，现行法律规定的公司必须承担的相关税费，城投公司也必须承担。目前，中国共有增值税、消费税、营业税、企业所得税、个人所得税、资源税、城镇土地使用税、房产税、城市房地产税、城市维护建设税、耕地占用税、土地增值税、车辆购置税、车船税、印花税、契税、烟叶税、关税、船舶吨税和固定资产投资方向调节税20个税种，其中17个税种由税务部门负责征收。而城投公司和投资者所涉及的税种有增值税、营业税、企业所得税、个人所得税、城市维护建设税、土地增值税、契税、车船使用税、城镇土地使用税和房产税等，其中比较重要的有增值税、营业税、企业所得税、个人所得税、契税和印花税。在这些种类中，增值税和消费税属于流转税种类，企业所得税和个人所得税属于所得税类，而契税和印花税属于行为税。由于流转税最终会转嫁给消费者，一般不构成企业负担，而契税和印花税总体金额又相对较小，相对可以忽略，因而实际上由城投公司所负担的税种主要是企业所得税。而对于城投债的投资者来讲，涉及的税收也主要是个人所得税和企业所得税。个人所得税是对个体投资者而言，而企业所得税是对机构投资者而言。

从企业角度来看，企业所得税是城投公司所面临的主要税种。中国企业的所得税也经历了一段时间的改革与调整，现行税率为25%[注]。现阶段，中国对一些公共领域基础设施的企业也给予了很多税收优惠政策，具体见表4-12。从中可以看出，这些优惠多是对企业纳税收入所得给予一定减免，或者是给予一定的税收减免优惠期限。这些优惠政策虽然在一定程度上减轻了企业税收负担，但是相对于这些行业

或领域投资大、盈利弱的特点，现有的税收优惠政策还比较零散，力度还比较小，无法从根本上缓解这些企业从事公共业务的资金压力。这主要体现在两个方面：一方面，中国企业所得税制中优惠形式单一，大多为减税和免税等事前优惠，优惠范围窄，造成优惠政策低效，无法适应不同情况的城投公司发展要求；另一方面，大多数税收优惠政策只适用于特定地区、特定行业以及特定情况，没有考虑到城投公司自身发展的特殊性，也没有考虑城投公司发展面临的特殊问题，这就使得税收优惠的适用范围过于狭窄，多数城投公司无法享受到这些税收优惠政策。由于这些优惠政策不是专门针对城投公司制定的，而是全部企业都适用的，因此，无法体现出城投公司和一般企业在税收上的差异，税收优惠政策的产业导向作用不强。

表4-12 中国企业税收优惠政策汇总表

类　别	优惠内容	政策依据
资源综合利用优惠政策	符合资源利用产品条件的企业享受退税或免税的优惠政策	《财政部、国家税务总局关于部分资源综合利用及其他产品增值税政策问题的通知》（财税〔2001〕198号）、《财政部、国家税务总局关于部分资源综合利用产品增值税政策的补充通知》（财税〔2004〕25号）
企业综合利用资源	企业以《资源综合利用企业所得税优惠目录》规定的资源作为主要原材料，生产国家非限制和禁止并符合国家和行业相关标准的产品取得收入，减按90%计入收入总额	《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（中华人民共和国主席令〔2007〕512号）
专用设备的投资实行税额抵免	企业购置并实行使用《环境保护专用设备企业所得税优惠目录》、《节能节水专用设备企业所得税优惠目录》和《安全生产专用设备企业所得税优惠目录》规定的环境保护、节能节水、安全生产等专用设备的，该专用设备的投资额的10%可以从企业当年的应纳税额中抵免；当年不足抵免的，可以在以后5个纳税年度结转抵免	《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（中华人民共和国主席令〔2007〕512号）
公共基础设施项目	第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税	《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（中华人民共和国主席令〔2007〕512号）
环境保护、节能节水项目	第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税	《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（中华人民共和国主席令〔2007〕512号）

资料来源：湖南省商务厅网站

在中国，按照税法的规定，投资者购买城投债所获利息需要征税。投资者又可分为个人投资者和机构投资者两种。对个人投资者而言，其需要缴纳个人所得税，而对于机构投资者则需要纳入企业整体收入中缴纳企业所得税。

此外，税收政策对投资者的影响，还体现在债券利息所得税和资本利得税的差别化方面。一般来说，债券利息所得税是在收取利息时

扣缴，而资本利得税是在卖出债券时才会扣缴，因此，政府为了鼓励投资者尽可能长的持有债券，会采取差异化的利息收入所得税和资本利得税，即：相对于利息所得税，制定一个较低的资本利得所得税。这就使得投资者为了推迟或减少税收支出而延长债券持有期限。不同的投资者在选择投资产品时也会有所不同，那些需要日常现金流的老年人，更希望按一定时间收取一定的利息收入；而抗风险能力更强的年轻人，则更倾向于通过资本利得获取收入。相比于股票，债券价格波动变化较小，因此，资本利得占债券收入的比例较小，从而税收对投资者的影响主要体现在债券利息收入上。目前中国还没有对资本利得进行征税，只是对证券投资所得征税，即对从事证券投资所获得的利息、股息和红利收入征税，税率为20%。

在中国，只有国债利息免征个人所得税，而信用债券利息需征收个人所得税（部分免税的企业债券除外），即个人投资者无论是在一级发行市场还是在二级市场购买企业债券，持有到期后取得的利息收入均应缴纳20%的个人所得税，税款由兑付利息的机构代扣代缴。而机构投资者则需为其投资收益缴纳企业所得税，不需要缴纳利息税。无论对个人投资者还是机构投资者来说，城投债都不具备税收优惠。

从以上分析来看，现阶段中国城投公司在企业所得税方面存在一定的税收优惠，但是这些优惠从整体上看还是比较弱。而对于投资者而言，尚没有税收上的优惠，使得城投债与其他企业债券相比，没有税收优势，无法对投资者形成足够的吸引力。

---

1. 非居民企业在中国境内未设立机构、场所的，或者虽设立机构、场所，但取得的所得与其所设机构、场所没有实际联系的，应当就其来源于中国境内的所得缴纳企业所得税，税率为20%。

4.5 中国城投债的意义

4.5.1 加快城市化发展

1.中国城市化进程仍将进一步加快

1975年，美国地理学家诺瑟姆通过对各个国家城市人口占总人口比重的变化研究发现，城市化进程全过程呈一条S型曲线，具有阶段性规律：第一阶段，当城市化率超过10%以后，进入城市化的初期阶段，城市人口增长缓慢；第二阶段，当城市化率超过30%以后，进入城市化加速阶段，城市化进程逐渐加快，城市人口迅猛增长；第三阶段，当城市化率超过70%以后，进入城市化后期阶段，城市化进程停滞或略有下降。2009年中国城市化率已达到46.6%，根据这个结论以及国际城市化的发展经验，可以大致判断中国城市化正处于加速发展阶段，城市化水平每年还将继续快速提高。

然而，城市化进程的加速对地方政府的公共服务能力提出了巨大挑战，如何通过公共融资来满足增长的城市人口对城市公共服务的需求，将成为未来一段时期政府公共支出的重点。未来公共服务支出将成为政府支出的主体。这是因为，一方面，随着城市人口的膨胀，公共服务需求覆盖的人口总量会明显增加；另一方面，市民个人财富的增长也会对公共服务提出更高的要求。麦肯锡数据显示，公共服务占总支出的比例将由目前的30%左右的水平，提高到2025年的47%。此外，为了提高城市的宜居环境，大量的城市基础设施也将是政府支出的一个重要渠道。例如，在交通运输方面，据估计，2025年之前，中国将有170座城市满足城市大众交通系统的规划要求，这将是欧洲该类

城市数量的两倍以上。这会引发大规模的大众交通建设高潮。另外，中国还将建设多达50亿平方米的公路和2.8万公里的地铁。

2.长期以来中国地方基础设施建设投资严重不足，阻碍了城市化发展

从表4-13来看，虽然随着经济的不断发展，各地区的基础设施建设投资额逐年加大，但增长较缓慢。2001～2006年地区基础设施建设总额年复合增长率仅为12.02%，远低于财政收入20.42%的增长速度以及财政支出20.78%的增长速度。2001～2006年，各地区基础设施建设投资额占财政支出的比重基本呈现下降的趋势，2001年基础建设投资占财政支出的比重为12.54%，而2006年基础建设投资占比降低到9.55%。可见各地方基础建设投资财政支持力度严重不足，阻碍了城市化的推进。

表4-13 2001～2006年中国各地区基础设施建设投资情况(注)**（单位：亿元）**

地　区	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
北　京	92.96	64.31	71.99	73.94	84.43	99.30
天　津	37.43	39.36	52.43	69.39	73.23	83.29
河　北	38.19	46.59	41.53	61.86	73.58	68.96
山　西	25.44	29.30	36.87	43.09	50.54	54.73
内蒙古	51.39	81.24	78.13	75.95	110.68	125.30
辽　宁	65.60	63.82	68.01	86.54	126.84	137.27
吉　林	29.86	30.04	31.84	41.42	50.49	59.10
黑龙江	47.56	41.75	38.77	48.35	60.39	55.58
上　海	144.35	184.20	244.74	310.67	369.21	395.58

地　区	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
江　苏	61.00	63.56	75.97	101.22	153.71	181.89
浙　江	44.64	55.97	63.30	73.29	92.41	100.12
安　徽	43.55	53.82	47.45	50.86	64.12	97.62
福　建	39.55	35.91	37.46	41.04	48.92	55.58
江　西	27.92	40.36	33.89	34.24	41.75	48.87
山　东	40.96	44.04	63.68	60.03	70.48	82.20
河　南	33.26	40.76	50.26	67.23	108.37	119.23
湖　北	77.04	50.10	30.72	37.46	45.20	51.16
湖　南	38.40	58.26	51.40	46.48	74.98	72.67
广　东	192.46	211.53	240.87	254.13	264.43	272.69
广　西	41.87	62.08	40.00	45.44	69.95	62.15
海　南	10.17	11.30	13.45	14.93	17.49	18.77
重　庆	40.68	60.40	64.07	52.96	73.34	74.70
四　川	78.33	96.87	75.02	84.80	114.23	115.03
贵　州	43.13	36.40	31.64	38.28	41.23	41.93
云　南	83.07	85.25	70.50	64.89	87.83	86.06
西　藏	34.81	54.67	59.43	32.40	56.40	58.58
陕　西	50.31	60.46	46.25	46.32	58.06	72.32
甘　肃	39.18	40.42	33.00	32.88	45.27	59.08
青　海	26.23	35.04	29.53	20.84	26.51	36.38
宁　夏	24.30	25.50	20.36	20.52	38.46	38.94
新　疆	42.91	86.52	63.99	62.28	83.24	81.77
总　计	1 647.55	1 889.84	1 906.53	4 004.56	2 675.78	2 906.86

资料来源：2002～2007年中国统计年鉴

从区域情况来看，2001～2006年，西北地区和华东地区基础设施建设年平均增长速度相对较快，分别为22.43%和19.33%；而在基础设

施建设投资占财政收支比重方面，西北地区和西南地区相对较高，2001～2006年平均比重分别为14.73%和13.45%。

表4-14 2001～2006年中国各区域基础设施建设投资情况（单位：亿元）

地　区	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
华北地区	245.41	260.79	280.94	324.22	392.46	431.59
东北地区	143.02	135.61	138.62	176.31	237.72	251.94
华东地区	401.97	477.86	566.49	671.34	840.60	961.86
中南地区	393.20	434.03	426.69	465.66	580.43	596.66
西南地区	280.02	333.61	300.66	273.33	373.03	376.30
西北地区	182.93	247.94	193.13	182.84	251.54	288.50

资料来源：2002～2007年中国统计年鉴

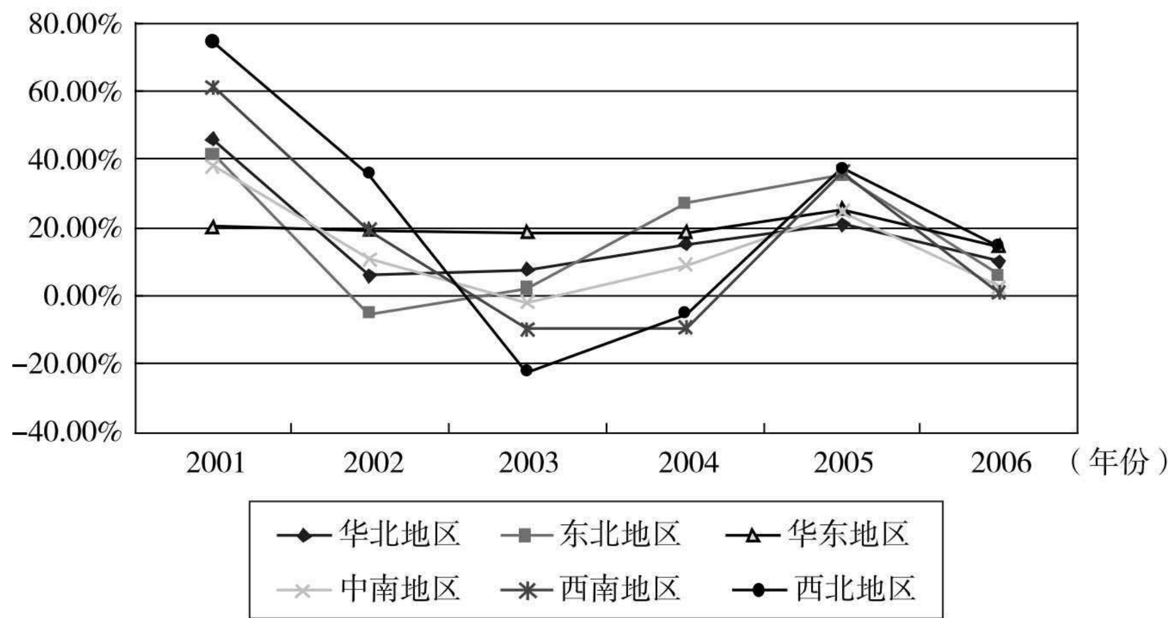


图4-8 2001～2006年各区域基础设施建设投资增长情况

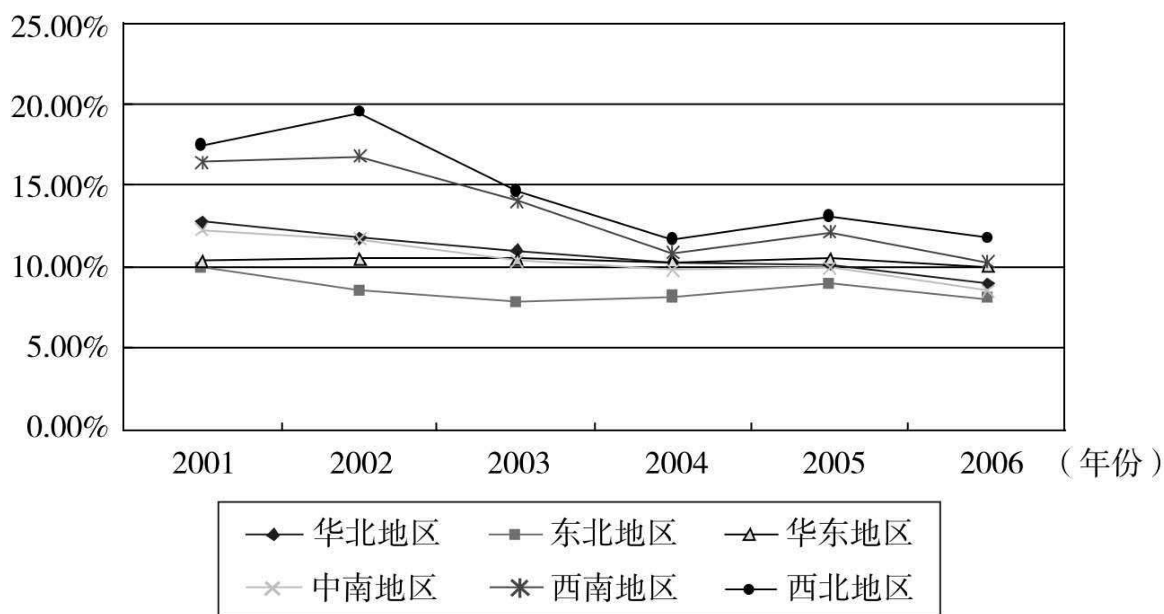


图4-9 2001～2006年各区域基础设施建设投资额占财政支出比重

3.地方基础设施建设融资体系存在着一定的弊端

通过以上分析可以看到，无论是从地区还是区域基础设施资金状况来看，中国地方基础设施建设投资力度都严重不足，资金缺口都较大，并且呈现逐年上升的趋势，如果单靠中央政府的财政支持和地方政府同期的财政收入，要筹措每年巨额的城建资金，显然是不可能的。因此，体制外融资成为各地区满足财政支出需要，弥补财政缺口的重要手段。

从1978～2003年中国基础设施建设投资资金来源和资金构成情况来看（见表4-15），随着计划经济体制向市场经济体制的转变，基础设施建设投资由主要靠政府投资开始向多元化转变，国家预算内资金对基础设施建设的投资比重大幅下降（见图4-10），从1978年的77.69%下降至1997年的5.92%，随后有所回升。2003年该比重为9.22%，国家预算内资金已不再是城市基础设施建设投资的主要资金来源。从图4-10同样可以看出，国内贷款（金融机构贷款融资）和自筹资金占基础设施建设投资的比重呈现上升的趋势，2003年分别达到

26.91%和49.31%，已成为城市基础设施建设投资的主要资金来源。在城投债市场加速发展之前，地方政府基础设施建设自筹资金主要来源于两方面：一是土地批租和土地使用权转让收益，二是中央政府替地方政府发行的债券。

表4-15 1978～2003年中国基础设施建设投资资金来源情况[注]（单位：亿元）

年份	国家预算内资金	国内贷款	利用外资	自筹资金	其他资金	合计
1978	389.21	—	28.16	83.62	—	500.99
1980	300.11	41.22	53.65	163.90	—	558.88
1985	381.18	187.92	73.52	339.99	91.76	1 074.37
1989	323.33	293.00	221.45	495.03	218.92	1 551.73
1990	363.59	378.62	224.05	529.92	207.62	1 703.80
1991	348.45	527.07	239.96	746.73	253.59	2 115.80
1992	307.87	831.48	334.15	1 242.92	296.24	3 012.66
1993	431.76	1 117.55	456.15	1 991.25	697.25	4 693.96
1994	434.57	1 583.45	912.03	2 820.48	616.36	6 366.89
1995	491.67	1 646.24	1 055.42	3 121.86	932.14	7 247.33
1996	521.11	1 937.76	1 234.84	3 752.32	1 056.61	8 502.64
1997	574.51	2 239.88	1 351.92	4 432.24	1 111.61	9 710.16
1998	1 021.32	2 814.36	1 445.78	4 870.26	1 461.22	11 612.94
1999	1 478.88	2 972.04	1 064.15	4 857.15	1 467.25	11 839.46
2000	1 594.07	3 586.35	852.18	5 233.10	1 396.78	12 662.48
2001	2 052.31	3 637.15	898.13	6 231.09	1 443.09	14 261.77
2002	2 533.60	4 412.39	1 031.19	7 654.07	1 582.42	17 213.66
2003	2 103.24	6 140.95	1 236.86	11 252.49	2 087.33	22 820.87

资料来源：2004年中国统计年鉴

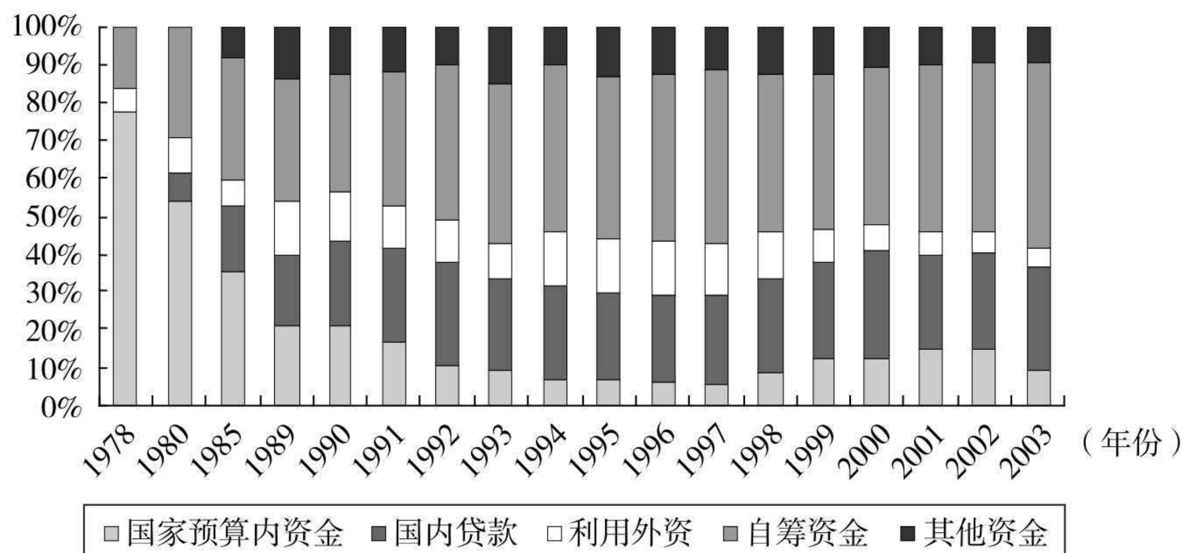


图4-101978 ～2003年基础设施建设投资资金构成情况

资料来源：2004年中国统计年鉴

然而，无论是国内贷款、土地批租和土地使用权转让收益还是中央政府替地方政府发行债券，都存在着一些弊端：

（1）国内贷款。

利用地方融资平台向金融机构申请贷款是中国城市建设资金的来源之一，然而这种筹资方式也存在两方面的弊端：一方面，行政指令性贷款严重抑制了金融机构的发展利益，债务风险也过多集中于金融机构，缺乏必要的监管可能造成银行不良资产的增加；另一方面，为降低风险，金融机构一般只愿提供中短期贷款，而城市建设项目一般投资期都较长，这就造成了资金使用期限与项目投资周期的严重不匹配，加大了地方建设项目的风险。

（2）土地批租和土地使用权转让收益。

在房地产市场持续繁荣和土地价格不断上涨的背景下，地方政府纷纷采取土地批租和土地使用权转让的方式筹集基础设施建设资金，土地批租和土地使用权转让收益已成为地方政府自筹资金的最重要来

源。据财政部统计，2009年全国土地出让收入达14 239.7亿元，占地方政府本级收入的43.7%。但土地融资的筹资方式具有明显的短期行为特征，可持续性不强，未来随着可开发土地的减少，土地开发成本将不断上升，将使得土地批租净收益不断减少。

（3）中央政府替地方政府发行债券。

目前，中国中央政府替地方政府发债包括两种方式：一是中央政府从国债发行额中拿出一部分转贷给地方政府，由地方财政还本付息，用于支持地方基础设施建设；另一种是财政部代地方政府发行债券。这种完全由中央政府包办的举债方式存在着一些缺陷：

① 由于对地方政府缺乏约束机制，一旦出现违约，容易将地方政府的债务风险转嫁到中央政府，加重中央财政负担。

② 债务的利率无法反映地方政府债务的风险，而且由于中央政府承担所有的最终偿债责任，债权人对发行债务的地方政府的信用风险不会关注，这会加剧地方政府的道德风险问题。

③ 财政有三大职能：资源配置、再分配和经济稳定，地方政府只适合承担资源配置职能。由于地方政府具有信息优势，所以地方政府负责地方基础设施的投资具有最高的效率。地方政府被赋予“用钱”权利的同时，也应该承担“还钱”的义务。中央转贷模糊了地方政府的偿债责任，不利于构建清晰的中央和地方财政关系，在很大程度上软化了地方政府的债务约束。

④ 中央政府替地方政府发行国债并不能全面考虑地方政府的需求，主要还是负责进行资金的划拨，这就使得资金的供给和需求不一致，一旦资金划拨下来，资金的使用效率难以保证。况且，中央政府将资金用于某个地方的项目建设，不仅使地方建设项目挤占了全国整体建设的资金，而且会造成地区间发展水平的差异。

⑤ 随着各地方对基础设施建设资金需求的不断增加，国债中需要转贷给地方政府的资金也不断增加，这无疑给国债发行带来了巨大压力。尤其是目前中国财政赤字已非常突出，且当年还本付息占中央财政支出的比重相当大，不仅极大地限制了财政政策效用的发挥，而且加大了潜在的财政风险。

大力发展城投债市场对中国的城市化发展具有积极意义。市政建设项目投资大，周期长，多为非经营性项目或者盈利能力较差，当前中国地方财政普遍面临较大压力，市政建设的投资空间有限，城投债市场的发展有利于扩宽地方政府融资渠道；并且与银行借款相比，城投债能更好地与市政建设项目周期长相匹配。

4.5.2 缓解地方政府财政困境

1.地方政府财政缺口分析

（1）各地区间财政收支缺口严重。

从表4-16来看，随着中国经济的持续快速发展，各地方财政收入均有大幅度的增长。截至2008年年底，地区财政收入总额较2001年年底增长了267.15%，部分地区增长幅度已超过300%。2001～2008年地区财政收入总额年复合增长率达到20.42%。但是相对于各年巨额的财政支出（见表4-17），各地区财政收入明显不足，财政收支缺口严重。2001～2008年，地区财政缺口总额以21.30%的速度逐年递增。

表4-16 2001～2008年中国各地区财政收入情况（单位：亿元）

地区	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
北京	454.17	533.99	592.54	744.49	919.21	1 117.15	1 492.64	1 837.32
天津	163.64	171.83	204.53	246.18	331.85	417.05	540.44	675.62
河北	283.50	302.31	335.83	407.83	515.70	620.53	789.12	947.59
山西	132.76	150.82	186.05	256.36	368.34	583.38	597.89	748.00

内蒙古	99.43	112.85	138.72	196.76	277.46	343.38	492.36	650.68
辽　宁	370.44	399.69	447.05	529.64	675.28	817.67	1 082.69	1 356.08
吉　林	121.10	131.49	154.00	166.28	207.15	245.20	320.69	422.80
黑龙江	213.64	231.89	248.86	289.42	318.21	386.84	440.47	578.28
上　海	609.47	708.95	886.23	1 106.19	1 417.40	1 576.07	2 074.48	2 358.75
江　苏	572.15	643.70	798.11	980.49	1 322.68	1 656.68	2 237.73	2 731.41
浙　江	500.69	566.85	706.56	805.95	1 066.60	1 298.20	1 649.50	1 933.39
安　徽	192.18	200.22	220.75	274.63	334.02	428.03	543.70	724.62
福　建	274.28	272.89	304.71	333.52	432.60	541.17	699.46	833.40
江　西	131.98	140.55	168.17	205.77	252.92	305.52	389.85	488.65
山　东	573.18	610.22	713.79	828.33	1 073.13	1 356.25	1 675.40	1 957.05
河　南	267.75	296.72	338.05	428.78	537.65	679.17	862.08	1 008.90
湖　北	231.94	243.44	259.76	310.45	375.52	476.08	590.36	710.85
湖　南	205.41	231.15	268.65	320.63	395.27	477.93	606.55	722.71
广　东	1 160.51	1 201.61	1 315.52	1 418.51	1 807.20	2 179.46	2 785.80	3 310.32
广　西	178.67	186.73	203.66	237.77	283.04	342.58	418.83	518.42
海　南	43.77	46.24	51.32	57.04	68.68	81.81	108.29	144.86
重　庆	106.12	126.07	161.56	200.62	256.81	317.72	442.70	577.57
四　川	271.12	291.87	336.59	385.78	479.66	607.59	850.86	1 041.66
贵　州	99.75	108.28	124.56	149.29	182.50	226.82	285.14	347.84
云　南	191.28	206.76	229.00	263.36	312.65	379.97	486.71	614.05
西　藏	6.11	7.31	8.15	10.02	12.03	14.56	20.14	24.88
陕　西	135.81	150.29	177.33	214.96	275.32	362.48	475.24	591.48
甘　肃	69.95	76.24	87.66	104.16	123.50	141.22	190.91	264.97
青　海	19.82	21.10	24.04	27.00	33.82	42.24	56.71	71.57
宁　夏	27.57	26.47	30.03	37.47	47.72	61.36	80.03	95.01
新　疆	95.09	116.47	128.22	155.70	180.32	219.46	285.86	361.06
总　计	7 803.30	8 515.00	9 849.98	11 693.37	14 884.22	18 303.58	23 572.62	28 649.79

资料来源：2002～2009年中国统计年鉴

表4-17 2001～2008年中国各地区财政支出情况（单位：亿元）

地　区	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
北　京	559.11	628.35	734.80	898.28	1 058.31	1 296.84	1 649.50	1 959.29
天　津	234.67	265.21	312.08	375.02	442.12	543.12	674.33	867.72

天　津	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
河　北	514.18	576.59	646.74	785.56	979.16	1 180.36	1 506.65	1 881.67
山　西	289.50	334.27	415.69	519.06	668.75	915.57	1 049.92	1 315.02
内蒙古	319.26	393.57	447.26	564.11	681.88	812.13	1 082.31	1 454.57
辽　宁	635.43	690.92	784.38	931.40	1 204.36	1 422.75	1 764.28	2 153.43
吉　林	326.43	362.62	409.23	507.78	631.12	718.36	883.76	1 180.12
黑龙江	478.27	531.87	564.91	697.55	787.79	968.53	1 187.27	1 542.30
上　海	708.14	862.38	1 088.44	1 382.53	1 646.26	1 795.57	2 181.68	2 593.92
江　苏	729.64	860.25	1 047.68	1 312.04	1 673.40	2 013.25	2 553.72	3 247.49
浙　江	597.30	749.90	896.77	1 062.94	1 265.53	1 471.86	1 806.79	2 208.58
安　徽	403.80	456.86	507.44	601.53	713.06	940.23	1 243.83	1 647.13
福　建	373.19	397.56	452.30	516.68	593.07	728.70	910.64	1 137.72
江　西	283.71	341.38	382.10	454.06	563.95	696.44	905.06	1 210.07
山　东	753.78	860.65	1 010.64	1 189.37	1 466.23	1 833.44	2 261.85	2 704.66
河　南	508.58	629.18	716.60	879.96	1 116.04	1 440.09	1 870.61	2 281.61
湖　北	484.40	511.39	540.44	646.29	778.72	1 047.00	1 277.33	1 650.28
湖　南	431.70	533.02	573.75	719.54	873.42	1 064.52	1 357.03	1 765.22
广　东	1 321.33	1 521.08	1 695.63	1 852.95	2 289.07	2 553.34	3 159.57	3 778.57
广　西	351.65	419.86	443.60	507.47	611.48	729.52	985.94	1 297.11
海　南	78.94	92.26	105.40	127.20	151.24	174.54	245.20	357.97
重　庆	237.55	305.86	341.58	395.72	487.35	594.25	768.39	1 016.01
四　川	594.10	701.62	732.30	895.25	1 082.18	1 347.40	1 759.13	2 948.83
贵　州	275.20	316.67	332.35	418.42	520.73	610.64	795.40	1 053.79
云　南	496.43	526.89	587.35	663.64	766.31	893.58	1 135.22	1 470.24
西　藏	104.57	137.84	145.91	133.83	185.45	200.20	275.37	380.66
陕　西	350.05	404.91	418.20	516.31	638.96	824.18	1 053.97	1 428.52
甘　肃	235.46	274.01	300.01	356.94	429.35	528.59	675.34	968.43
青　海	101.30	118.73	122.04	137.34	169.75	214.66	282.20	363.60
宁　夏	93.58	114.57	105.78	123.02	160.25	193.21	241.85	324.61
新　疆	263.32	361.17	368.47	421.04	519.02	678.47	795.15	1 059.36
总　计	13 134.56	15 281.45	17 229.85	20 592.81	25 154.31	30 431.33	38 339.29	49 248.49

资料来源：2002～2009年中国统计年鉴

表4-18 2001～2008年中国各地区财政缺口情况（单位：亿元）

地　区	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
北　京	－104. 94	－94. 36	－142. 27	－153. 79	－139. 10	－179. 69	－156. 86	－121. 96
天　津	－71. 03	－93. 38	－107. 55	－128. 84	－110. 27	－126. 07	－133. 89	－192. 11
河　北	－230. 67	－274. 28	－310. 92	－377. 73	－463. 46	－559. 83	－717. 53	－934. 08
山　西	－156. 74	－183. 45	－229. 63	－262. 69	－300. 41	－332. 19	－452. 04	－567. 01
内蒙古	－219. 83	－280. 72	－308. 54	－367. 35	－404. 42	－468. 76	－589. 94	－803. 90
辽　宁	－264. 99	－291. 23	－337. 33	－401. 76	－529. 09	－605. 08	－681. 59	－797. 35
吉　林	－205. 33	－231. 13	－255. 22	－341. 50	－423. 97	－473. 15	－563. 07	－757. 33
黑龙江	－264. 63	－299. 98	－316. 04	－408. 13	－469. 58	－581. 68	－746. 80	－964. 02
上　海	－98. 67	－153. 43	－202. 21	－276. 33	－228. 86	－219. 49	－107. 20	－235. 17
江　苏	－157. 49	－216. 56	－249. 57	－331. 55	－350. 72	－356. 57	－315. 99	－516. 09
浙　江	－96. 60	－183. 05	－190. 21	－256. 99	－198. 94	－173. 65	－157. 29	－275. 19
安　徽	－211. 62	－256. 64	－286. 69	－326. 90	－379. 05	－512. 21	－700. 14	－922. 51
福　建	－98. 90	－124. 67	－147. 59	－183. 16	－160. 47	－187. 53	－211. 19	－304. 31
江　西	－151. 74	－200. 84	－213. 93	－248. 29	－311. 03	－390. 91	－515. 21	－721. 43
山　东	－180. 60	－250. 42	－296. 85	－361. 04	－393. 10	－477. 19	－586. 45	－747. 61
河　南	－240. 83	－332. 46	－378. 54	－451. 18	－578. 39	－760. 92	－1 008. 53	－1 272. 71
湖　北	－252. 46	－267. 95	－280. 67	－335. 84	－403. 19	－570. 92	－686. 97	－939. 43
湖　南	－226. 29	－301. 88	－305. 10	－398. 92	－478. 15	－586. 59	－750. 48	－1 042. 51
广　东	－160. 82	－319. 47	－380. 12	－434. 44	－481. 86	－373. 88	－373. 77	－468. 24
广　西	－172. 98	－233. 13	－239. 94	－269. 70	－328. 44	－386. 94	－567. 12	－778. 69
海　南	－35. 18	－46. 02	－54. 08	－70. 16	－82. 56	－92. 72	－136. 90	－213. 11
重　庆	－131. 42	－179. 79	－180. 02	－195. 10	－230. 55	－276. 54	－325. 69	－438. 44
四　川	－322. 97	－409. 75	－395. 71	－509. 47	－602. 51	－739. 81	－908. 27	－1 907. 17
贵　州	－175. 45	－208. 39	－207. 80	－269. 13	－338. 23	－383. 83	－510. 26	－705. 95
云　南	－305. 15	－320. 13	－358. 35	－400. 27	－453. 66	－513. 61	－648. 50	－856. 19
西　藏	－98. 46	－130. 54	－137. 76	－123. 81	－173. 42	－185. 64	－255. 23	－355. 78
陕　西	－214. 24	－254. 62	－240. 87	－301. 35	－363. 64	－461. 70	－578. 73	－837. 05
甘　肃	－165. 52	－197. 77	－212. 35	－252. 78	－305. 85	－387. 38	－484. 43	－703. 47
青　海	－81. 47	－97. 63	－98. 00	－110. 34	－135. 93	－172. 42	－225. 49	－292. 03
宁　夏	－66. 00	－88. 09	－75. 75	－85. 55	－112. 53	－131. 85	－161. 82	－229. 60
新　疆	－168. 23	－244. 70	－240. 25	－265. 34	－338. 70	－459. 01	－509. 29	－698. 30

总　计	-5 331.26	-6 766.45	-7 379.86	-8 899.44	-10 270.09	-12 127.75	-14 766.67	-20 598.71

资料来源：2002～2009年中国统计年鉴

（2）财政收支区域间差异性大。

首先，财政收入方面，从绝对额来看，东北地区、西南地区和西北地区财政收入要明显低于其他地区（见表4-19）。而从增长率来看，2005年之前，华北地区和华东地区财政收入增长速度较快，2006年以来有所放缓；而东北地区、中南地区、西南地区和西北地区自2002年以来增长速度逐年加快。2008年，东北地区、西南地区和西北地区财政收入增长率均高于华北地区和华东地区。

表4-19 2001～2008年中国各区域财政收入情况（单位：亿元）

地　区	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
华北地区	1 133.50	1 271.81	1 457.67	1 851.62	2 412.56	3 081.49	3 912.45	4 859.21
东北地区	705.18	763.07	849.92	985.34	1 200.63	1 449.72	1 843.85	2 357.15
华东地区	2 853.94	3 143.37	3 798.31	4 534.88	5 899.34	7 161.93	9 270.11	11 027.27
中南地区	2 088.04	2 205.89	2 436.96	2 773.17	3 467.36	4 237.03	5 371.91	6 416.07
西南地区	674.39	740.29	859.86	1 009.08	1 243.65	1 546.65	2 085.55	2 606.01
西北地区	348.25	390.58	447.28	539.29	660.68	826.76	1 088.75	1 384.08

资料来源：2002～2009年中国统计年鉴

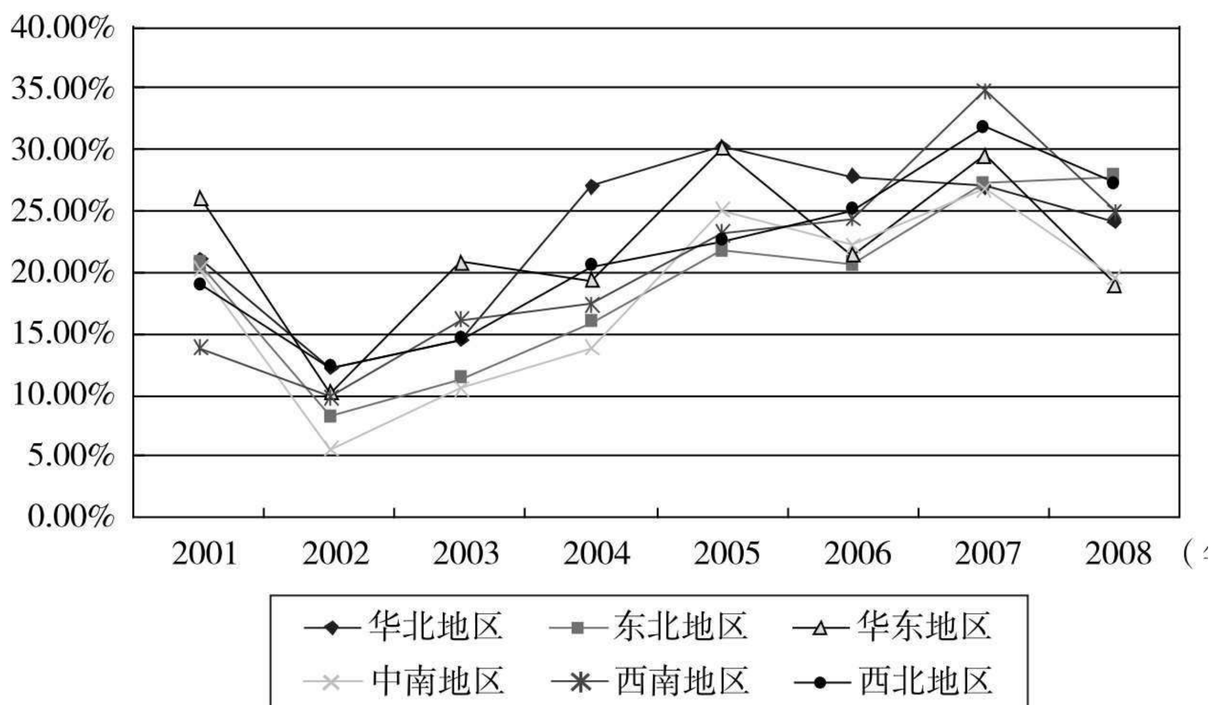


图4-11 2001～2008年各区域财政收入增长情况

其次，财政支出方面，2001～2008年，华东地区和中南地区财政支出都处于全国较高水平（见表4-20）。2008年，中南地区财政支出达到11 130.76亿元，高出财政收入4 714.69亿元；华东地区财政支出达到14 749.56亿元，高出财政收入3 722.29亿元。同时还可注意到，西南地区和西北地区虽然财政收入不高，但受西部大开发战略影响，近年来财政支出较大，财政支出增长速度也远高于其他地区。

表4-20 2001～2008年中国各区域财政支出情况（单位：亿元）

地　区	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
华北地区	1 916.71	2 198.00	2 556.57	3 142.02	3 830.22	4 748.02	5 962.70	7 478.27
东北地区	1 440.14	1 585.41	1 758.51	2 136.73	2 623.27	3 109.63	3 835.31	4 875.86
华东地区	3 849.56	4 528.99	5 385.37	6 519.14	7 921.50	9 479.48	11 863.58	14 749.56
中南地区	3 176.60	3 706.79	4 075.41	4 733.41	5 819.97	7 009.00	8 895.68	11 130.76
西南地区	1 707.84	1 988.88	2 139.48	2 506.86	3 042.02	3 646.07	4 733.50	6 869.53
西北地区	1 043.71	1 273.39	1 314.50	1 554.64	1 917.33	2 439.12	3 048.51	4 144.52

资料来源：2002～2009年中国统计年鉴

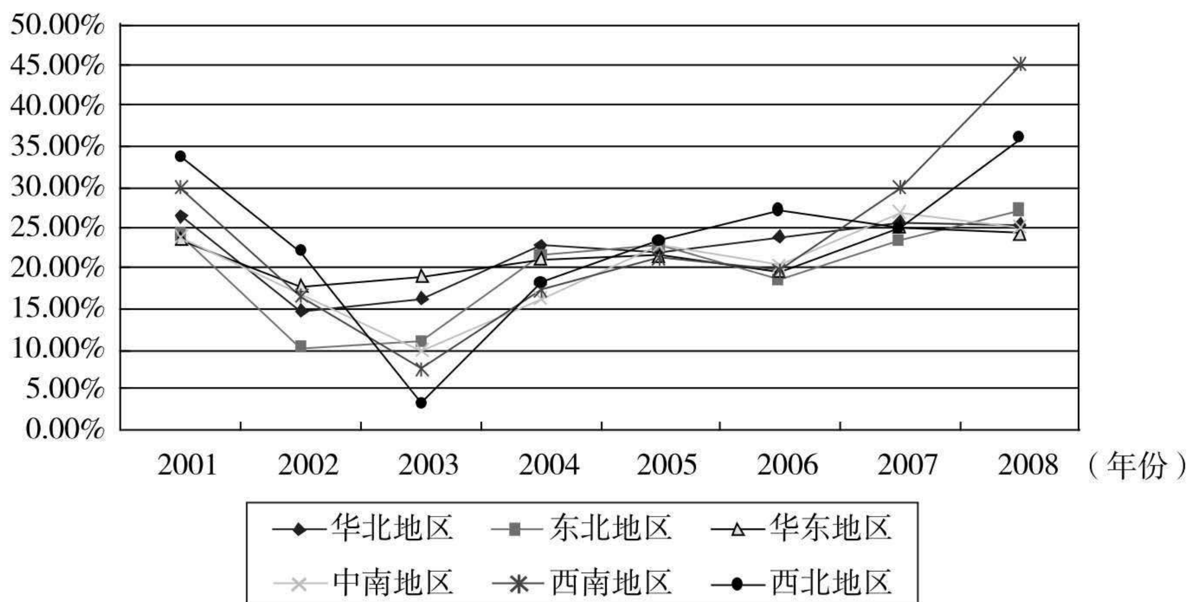


图4-122001 ～2008年各区域财政支出增长情况

最后，从财政缺口来看，2001～2008年，各地区财政缺口逐年扩大。从绝对数额来看，中南地区、西南地区和华东地区财政缺口较大（见表4-21）。从增长率来看，2003～2007年各地区财政缺口增长率较为稳定，而2008年呈现明显加速的趋势，其中西南地区、华东地区和西北地区尤为明显，西南地区增长率最高，2008年达到61.01%。

表4-21 2001～2008年中国各区域财政缺口情况（单位：亿元）

地　区	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
华北地区	−783.21	−926.19	−1 098.90	−1 290.41	−1 417.66	−1 666.54	−2 050.26	−2 619.06
东北地区	−734.96	−822.34	−908.59	−1 151.38	−1 422.64	−1 659.91	−1 991.46	−2 518.70
华东地区	−995.62	−1 385.62	−1 587.06	−1 984.26	−2 022.16	−2 317.55	−2 593.47	−3 722.29
中南地区	−1 088.56	−1 500.90	−1 638.45	−1 960.25	−2 352.61	−2 771.97	−3 523.77	−4 714.69
西南地区	−1 033.45	−1 248.59	−1 279.63	−1 497.79	−1 798.37	−2 099.42	−2 647.95	−4 263.52
西北地区	−695.46	−882.81	−867.22	−1 015.35	−1 256.65	−1 612.36	−1 959.76	−2 760.44

资料来源：2002～2009年中国统计年鉴

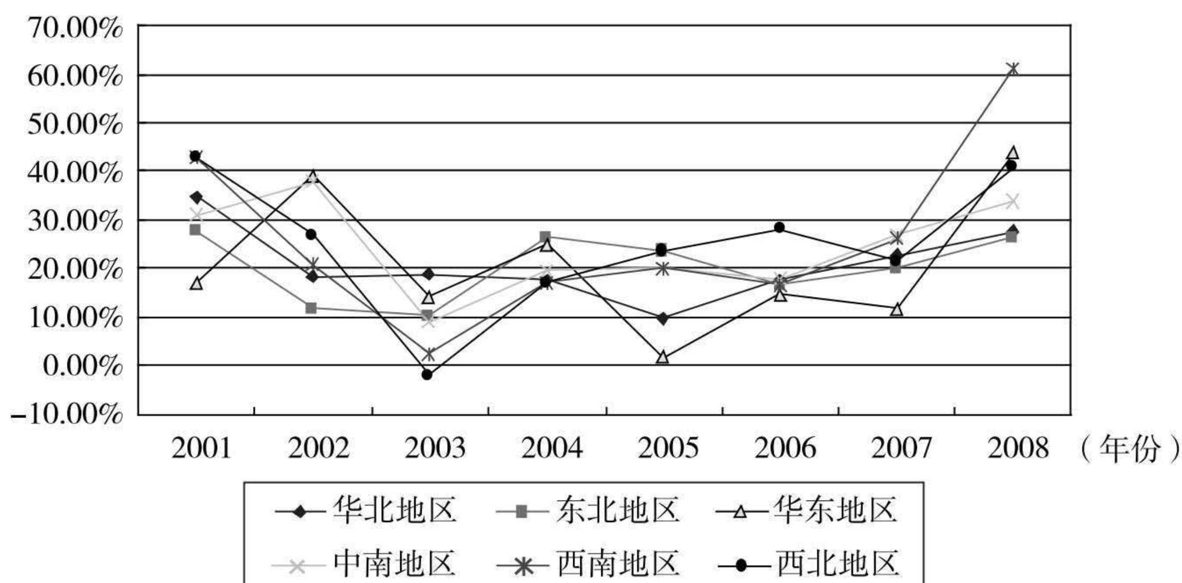


图4-13 2001～2008年各区域财政缺口增长情况

2.大力发展城投债市场有利于缓解地方财政困境

从上述分析可知，中国地方政府财政资金短缺问题已经非常严重。再加上中国正处于城市化的加速发展阶段，对城市基础设施建设的需求不断增长。综合来看，未来中国地方政府财政支出依然很大，财政缺口仍将继续扩大。

目前中国虽然通过由中央政府发行国债后再转借给地方政府，以及由财政部代地方政府发行债券等方式筹集城市基础设施建设资金，但实属无奈之举，非长久之计。这种变相操作的代价和风险也是很大的。中央政府替地方政府发债，加大了中央财政的负担，加重了国债资金运用的行政分配色彩，不利于强化地方政府的偿债意识和偿付责任。此外，中央政府对地方政府债务提供的信用保证，会造成地方政府主动违约的道德风险和投资者忽视借款人信用特征的问题。

城投债作为地方基础设施建设中的一种创新性融资方式，具有融资计划灵活、外部约束少，以及获得投资者广泛认可等优势。笔者认为，在现阶段，大力发展城投债市场，并将城投债逐步规范发展成适

合中国国情的市政债券，有利于弥补地方财政缺口，缓解地方财政困境。

4.5.3 深化分税制财政体制改革

中国1994年财税改革取得了巨大成就，但是，分税制在制度配套改革方面还有待完善，与十七大报告提出的“健全中央和地方财力与事权相匹配”的财政体制还有很大差距。一方面，政府间事权划分不规范、不清晰，政府间事权交叉的现象时有发生；另一方面，税权高度集中于中央，相对独立的地方税体系尚未建立，地方财权、财力相对于中央而言有所削弱。这就造成了地方政府财力和事权责任的严重不对等，导致地方政府尤其是基层政府的财政困境。地方财政收入缺乏合理充沛来源的原因主要在于实行分税制财政管理体制时，没有建立科学的地方税制体系，地方税种的收入能力严重不足。从总体情况看，分税制改革只是在中央和省级政府之间进行了财政功能划分，从省级财政到县级财政，尚无法形成地方政府可以自行运转的税制体系。分税制下，各级政府间有独立的事权范围，政府事权与财权相对应，地方财政要相对独立于中央财政，在既定的财政划分的基础上自我承担收支平衡的责任。一般而言，与市场经济相适应的地方政府收入来源于以下几个方面：一是地税收入，由中央政府通过分税制赋予地方政府的与事权相对应的征税收入；二是非税收入，如各种规费收入、财产收入和基金收入；三是地方政府从共享税中获得的共享收入和转移支付收入。

从中国财政运行的现实矛盾看，地方政府缺乏筹集资金的权力，它却面临艰巨的基础设施建设任务。按照市场经济条件下政府职能的规范，这些建设都是应当由各级政府提供的公共产品，是地方财政分内的事。然而，由于目前中国各级政府间事权划分不清，财政职能不

明确，特别是普遍性的财力匮乏，各级地方政府基本无力提供这些公共产品。有的无可奈何地继续“欠账”，有的则不切实际地“把公共产品推向市场”。这是中国经济转轨时期典型的财政职能缺位现象。当城市政府在现有体制下难以通过努力解决自身的财力问题时，城投债的出现，在一定程度上分担了政府的财政支出项目，把一部分原本由财政来安排的基础项目，通过社会资金来完成，从而缓解了财政状况，进而有利于财政体制改革的进一步深化。

4.5.4 促进区域经济的健康发展

城投债作为目前中国特殊国情的产物，实质上承担了市政债券的大部分职责，充当了贯彻财政政策方针的重要工具。它可以与税收、财政支出和政府预算等其他财政政策相配合，通过发行或偿还债务、选择投资方向和规模、发行不同的债券等，共同影响财政政策的扩张或紧缩效应，调节社会总需求，优化产业结构，稳定经济波动，促进区域经济的健康、稳定和协调发展。一方面，地方政府可以根据区域经济运行状况，在地方债券的期限结构、利率设计和发行规模等要素中进行权衡和选择，从而可以对地方经济进行一定的反周期调控。尤其是在经济处于衰退的时期，为了避免经济进一步的恶化，地方政府通过地方融资平台发行城投债，投资于基础设施建设中，从而拉动经济发展。2008年突如其来的全球金融危机，给世界经济造成了巨大冲击，各国经济纷纷陷入经济衰退中。正是在此背景下，中国政府果断出击，实施积极财政政策，扩大投资规模，提出了两年“4万亿的投资计划”。中国人民银行、中华人民共和国国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）、中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）、中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）和中国保险监督管理委员会（以下简称“保监会”）纷纷出台各项政策法规，积极推动债券市场发展，尤其是城投债的发展。2009年城投债发行也创造

了新的纪录，达到2 215亿元。另一方面，城投债作为中国债券市场的组成部分，还可以改变储蓄和投资结构，优化区域资源配置。对于储蓄利率较高而投资不足的地方，政府就通过城投公司这个融资平台发行城投债，吸收民间资本，因势利导，扩大投资规模，优化投资结构，并进一步带动社会投资的增加，提高资金使用效率，促进区域资源的高效配置。

4.5.5 促进债券市场发展

自1981年中华人民共和国财政部恢复发行国债以来，中国债券市场稳步发展，取得了巨大成就。除规模迅速扩大外，债券市场的功能也得到了广泛的拓展，在国民经济的发展中发挥着越来越重要的作用。但同时也应注意到，中国债券市场规模依然偏小，且存在着结构性缺陷。政府债市场的分割以及债券期限结构的短期化（见图4-14）是中国债券市场结构性缺陷的两个重要方面。从政府债市场来看，中央票据发行规模过高，挤占了国债的发行空间，对地方政府举债的限制抑制了市政债券的发展。此外，债券期限结构的短期化也限制了企业通过发债来募集长期资本，进行期限较长的投资。

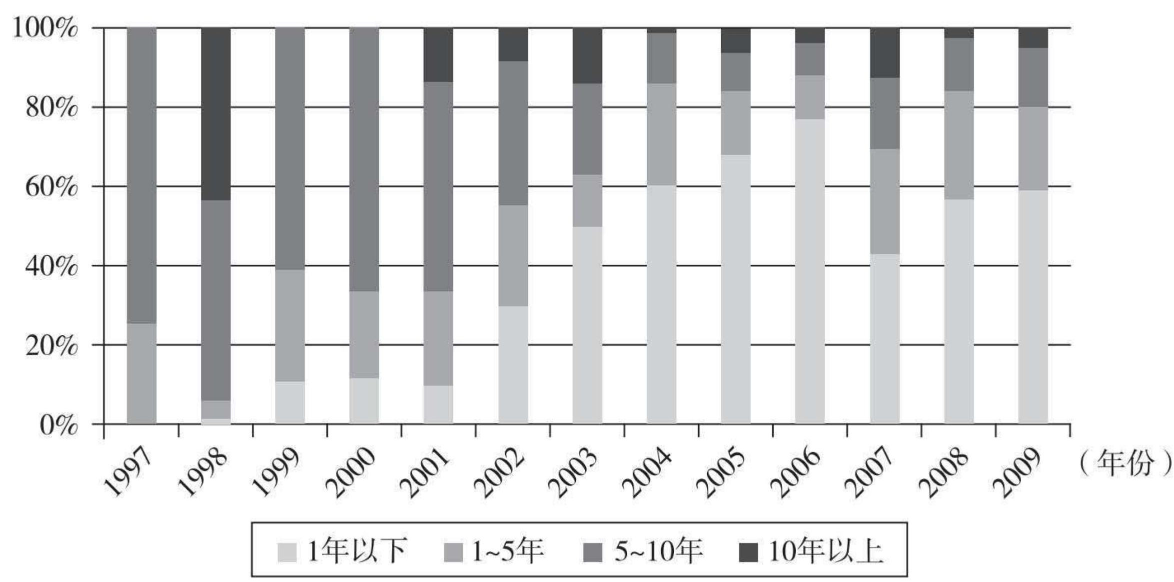


图4-14 1997～2009年中国发行债券的期限结构

资料来源：CEIC

可以将城投债规范发展成适合中国国情的市政债券，以此来改善中国债券市场的结构性缺陷问题。一方面，通过将城投债规范发展成为市政债券，有利于降低中央票据的比重；另一方面，由于城投债期限一般较长，有利于改善债券期限结构短期化的局面。

---

1. 由于与以往年份相比，2007年财政收支科目实施了较大改革，特别是财政支出项目口径变化很大，与往年数据不可比，因此，笔者在此未列出2007年和2008年的数据，下同。
2. 由于从2005年开始，中国统计年鉴未对基本建设投资资金来源进行统计，因此，笔者未能取得2004年之后的数据，下同。

第5章
中国城投公司及与日本地方融资平台比较

【本章概要】

本章重点从设立机构与控股股东、业务分布、所属地区行政级别、管理人员与政府关系、资产、负债、收入和利润等方面对中国城投公司进行了系统性的研究；并从分类与特征、业务分工、演变与现状、相关法律法规、预算与决算、建设投资情况、资金来源、经营状况和管理人员的选拔与任命等方面，与日本地方融资平台进行了详细对比。

【本章重要问题】

- 中国城投公司特征。
- 与日本地方融资平台的对比。

5.1 中国城投公司㊟

5.1.1 设立机构及控股股东

从控股股东来看（见表5-1），绝大多数城投公司都是由地方国资委、财政局或者人民政府直接或间接出资设立的，其中以直接出资为主，占95.16%。从控股股东所属部门来看，由地方国资委负责经营管理的城投公司最多，有34家，占54.84%；其次是人民政府和地方财政局负责经营管理的，分别为10家和8家，分别占16.13%和12.90%；另外，由区管委会负责经营管理的城投公司有7家，占11.29%，这些城投公司多为负责某一城市工业园区的开发和建设。

表5-1 城投公司控股股东分布表

控股股东所属部门	数量（家）	所占比重
国资委	33	53. 23%
国资委（间接）	1	1. 61%
人民政府	10	16. 13%
财政局	7	11. 29%
财政局（间接）	1	1. 61%
区管委会	6	9. 68%
区管委会（间接）	1	1. 61%
建设局	1	1. 61%
水利局	1	1. 61%
交通局	1	1. 61%
总计	62	100%

从地方政府对城投公司的控股比例来看，所有的城投公司都受到大股东的绝对控股，控股比例为100%的有58家，占93.55%，控股比例最低的为80.64%。

从出资方式来看（见图5-1），用以出资的资产主要包括货币资金、土地使用权、国有股权以及国有资产。其中，以货币资金、土地使用权＋货币资金、土地使用权＋国有资产＋货币资金，以及国有股权对城投公司出资的比例较高，分别为34%、20%、20%和12%。

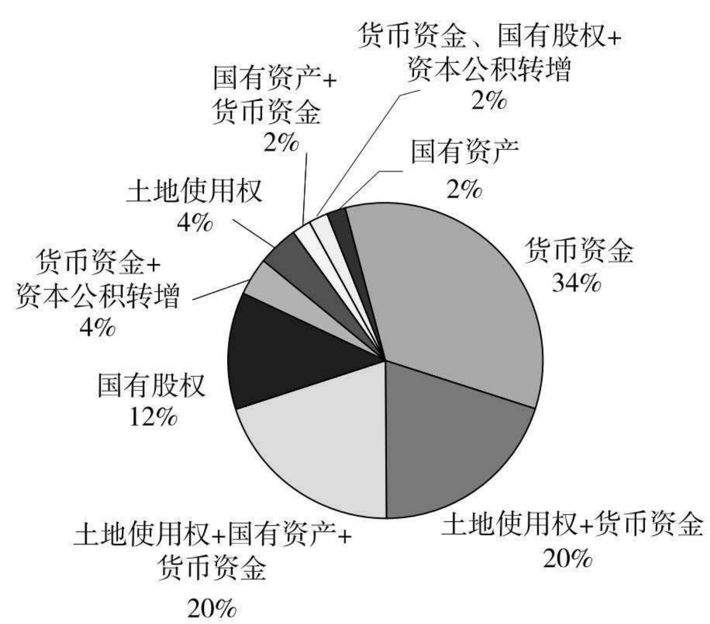


图5-1 城投公司出资方式分布情况

5.1.2 业务分布

从城投公司业务分布来看（见图5-2），主要以城市基础设施建设和土地整理开发为主，分别占33%和22%；以供排水和国有资产经营为主营业务的城投公司均占10%；此外，综合类城投公司占比为15%；还有部分城投公司主要从事园区开发、房屋租赁、煤炭开采以及高铁建设业务。

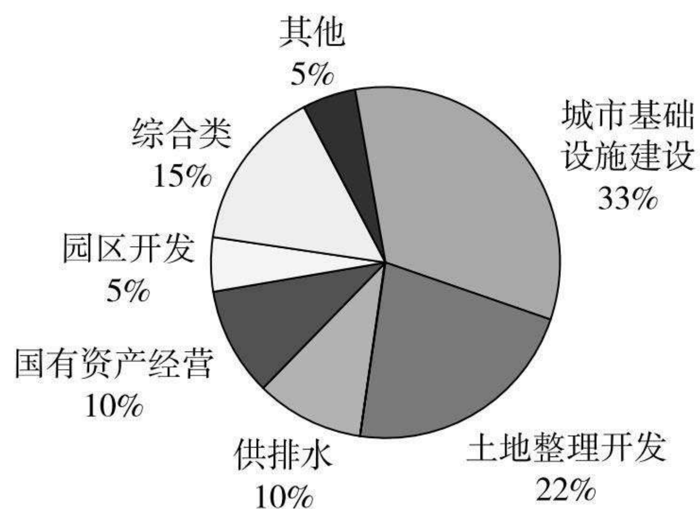


图5-2 城投公司业务分布

5.1.3 所属地区行政级别

从城投公司所属地区行政级别来看，以市级居多，其次是城市工业园区，再次是地级市，最少的是直辖市和省级。从图5-3中可以看到，区级和县级城投公司数量已经远远超过了直辖市或省级的数量，说明城投公司的城市级别在下移。

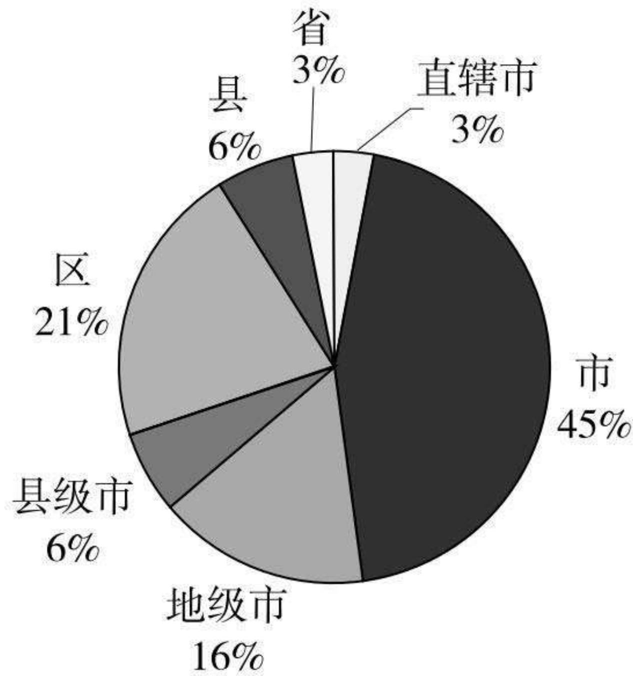


图5-3 城投公司所属地区行政级别分布情况

从资产规模来看（见表5-2），无论是注册资本、总资产还是净资产，县级城投公司规模都是最小的，且一般预算收入也是最低的，由此可知，县级城投债风险比较大。区级城投公司虽然在总资产和净资产方面不如市级和地级市城投公司，但注册资本远远大于两者。从本级一般预算收入来看，地级市要低于县级市及区级，略高于县级。

表5-2 不同级别的城投公司规模分布表

所属级别	数量（家）	平均注册资本（亿元）	平均总资产（亿元）	平均净资产（亿元）	本级平均一般预算收入（亿元）
省	2	7.08	71.81	22.92	92.88
直辖市	2	20.08	253.17	106.12	—
市	27	7.67	90.28	51.47	25.61
地级市	10	6.96	96.37	53.01	11.91
县级市	4	5.01	49.21	38.19	17.37
区	13	11.86	84.38	48.66	13.43
县	4	2.93	98.34	59.29	9.15
总计	62	8.37	92.55	51.62	31.10

5.1.4 高级管理人员与地方政府的关系

从城投公司高级管理人员与地方政府的关系来看，由于我国大部分城投公司都是由地方政府直接或间接出资的国有独资企业，因此，高级管理人员大多也是由地方政府直接委派或任命，甚至部分城投公司与地方政府部门实质上为“一套人马、两块牌子”。从图5-4中可以看到，在统计样本中，有72%的城投公司的高级管理人员同时担任着政府部门职务。

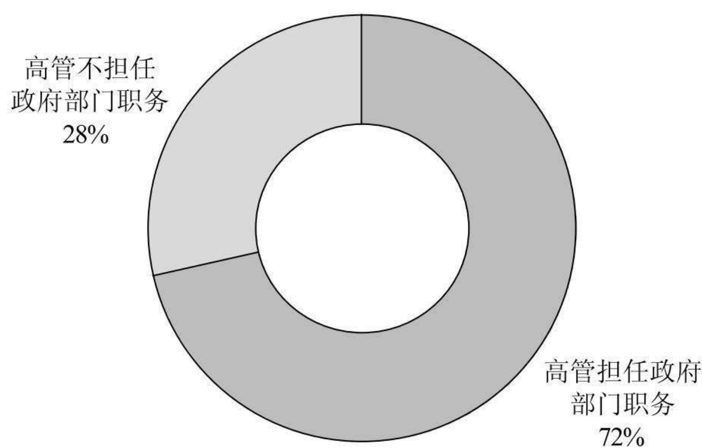


图5-4 城投公司高级管理人员是否担任政府部门职务

5.1.5 资产分析

从城投公司资产构成来看（见表5-3），整体上非流动资产和流动资产基本各占一半。具体来看，土地使用权和公益性资产已成为城投公司资产的重要构成部分，两者占总资产比重的平均值分别为33.62%和22.11%，两者合计占总资产的比重已达到55.73%。这主要是因为地方政府为了扩大城投公司的融资能力，将大量土地使用权和公益性资产注入城投公司中。从土地使用权的类型来看，划拨土地使用权占总资产比重为20.27%，出让土地使用权占总资产比重为13.35%。注入城

投公司的公益性资产主要包括道路、桥梁、水利设施、管网、行政办公楼以及其他市政设施，部分地方政府甚至还将水库和公交广场注入城投公司。此外，其他应收款占总资产比重也较高，平均值为11.65%，城投公司其他应收款主要是与地方政府之间的往来款。而应收账款占总资产比重的平均值仅为2.62%，表明城投公司整体上已形成的应收账款规模不大。虽然市场上以应收账款质押担保为增信方式的城投债较多，但实质上大部分应收账款都是尚未形成的。

从不同行政级别地区的城投公司来看，土地使用权占总资产比重最高的是县级城投公司，最低的是省级城投公司，此外，直辖市和区级城投公司该比重也处于较高水平；而公益性资产占总资产比重最高的是县级市城投公司，其次是区级城投公司，最低的是县级城投公司；其他应收款占总资产比重最高的是区级城投公司，最低的是县级城投公司。

表5-3 城投公司资产结构（单位：%）

指　标	平均值	按行政级别划分						
		省	直辖市	市	地级市	县级市	区	县
流动资产/总资产	51.63	40.28	62.82	50.77	52.33	29.92	58.35	55.53
非流动资产/总资产	48.37	59.72	37.18	49.23	47.67	70.08	41.65	44.47
土地使用权/总资产	33.62	9.29	46.24	31.96	29.14	26.39	40.16	47.84
其中：划拨土地使用权/总资产	20.27	9.29	9.66	18.47	26.60	26.39	22.92	12.63
出让土地使用权/总资产	13.35	0	36.59	13.49	2.54	0	17.08	35.21
公益性资产/总资产	22.11	12.30	20.47	22.51	22.42	31.71	25.53	3.63
货币资金/总资产	8.02	13.29	10.71	7.97	11.38	8.53	7.74	9.98
应收账款/总资产	2.62	1.79	0.01	2.80	2.28	0.67	2.52	6.18
其他应收款/总资产	11.65	15.43	11.05	9.93	13.49	11.54	15.91	3.16

进一步分析，从所有城投公司来看，土地使用权占总资产比重在〔40%，60%〕区间的数量最多，占比达到37%，其次是（0%，

20%］以及（20%，40%］区间，而仅有8%的城投公司资产中没有土地使用权。另外，值得注意的是，有10%的城投公司资产中土地使用权占比达到60%以上，占比最高的达到77.69%，土地使用权已成为这些城投公司的主要资产。

对比图5-6和图5-7可知，划拨土地使用权是城投公司土地使用权的主要来源，有65%的城投公司曾获得地方政府划拨的土地使用权。划拨土地使用权占总资产比重以（0%，20%］以及（40%，60%］居多；此外，占比在60%以上的有5家，占总样本的8%。而出让土地使用权占总资产的比重以（40%，60%］居多。

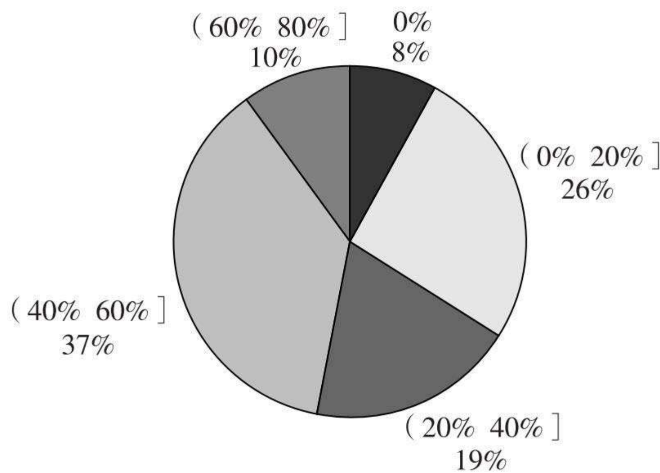


图5-5 城投公司土地使用权占总资产比重分布情况

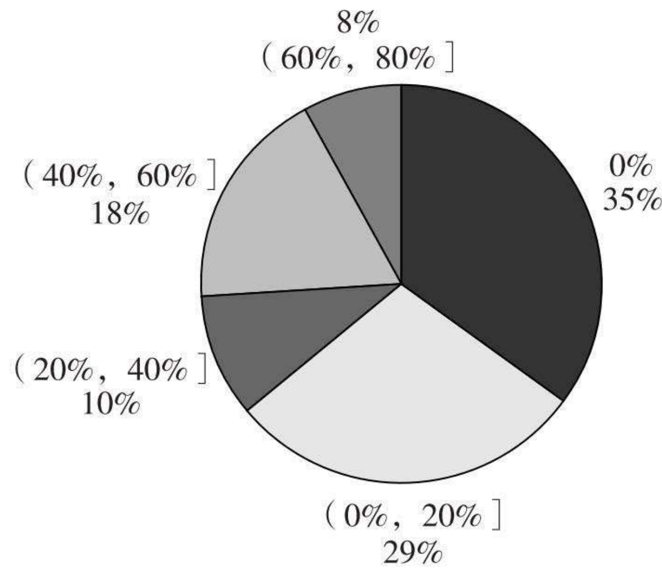


图5-6 城投公司划拨土地使用权占总资产比重分布情况

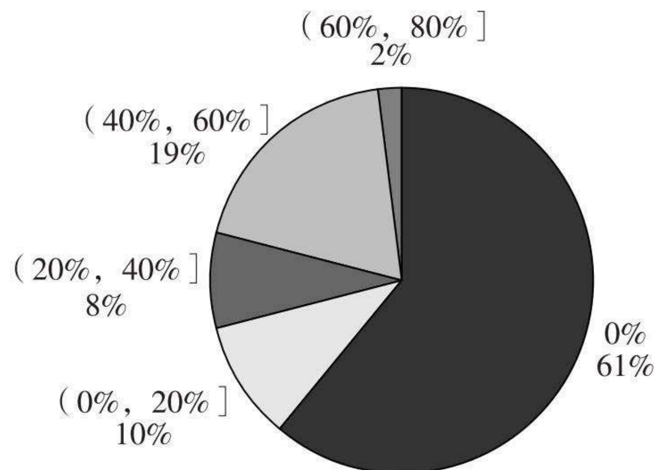


图5-7 城投公司出让土地使用权占总资产比重分布情况

从公益性资产占总资产比重来看（见图5-8），有70%的城投公司获得了公益性资产注入，其中以（0%，20%］以及（20%，40%］居多，有10%的城投公司资产中公益性资产占比在60%以上，占比最高的达到83.88%。由于公益性资产基本无法产生收益，因此，这些资产实质上是无效资产，其注入城投公司的目的是为了扩大城投公司资产规模，降低资产负债率，增强其融资能力。“国发〔2010〕19号文”明确规定：“今后地方政府确需设立融资平台公司的，必须严格依照有关

法律法规办理，足额注入资本金，学校、医院和公园等公益性资产(注)不得作为资本注入融资平台公司。”

从城投公司货币资金占总资产比重来看（见图5-9），主要在（0%，10%］区间，占比在20%以上的仅有1家。从其他应收款占总资产比重来看（见图5-10），主要在（0%，20%］区间，占比达到80%，占比在（20%，40%］的也达到14%，占比最高的为75.50%，而仅有1家城投公司没有其他应收款。

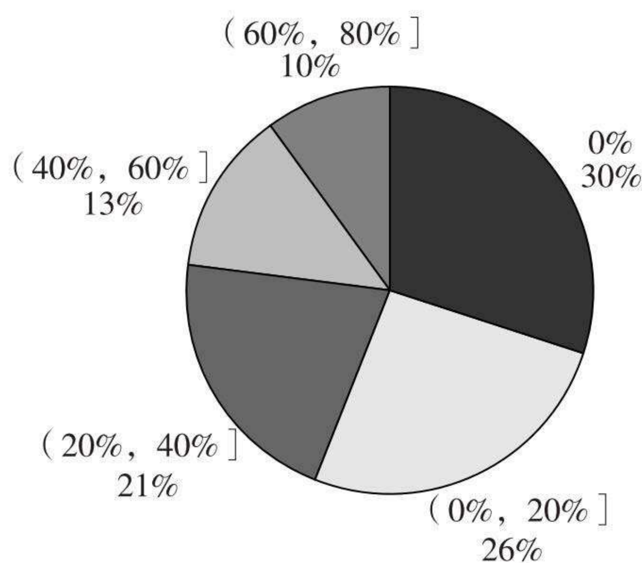


图5-8 城投公司公益性资产占总资产比重分布情况

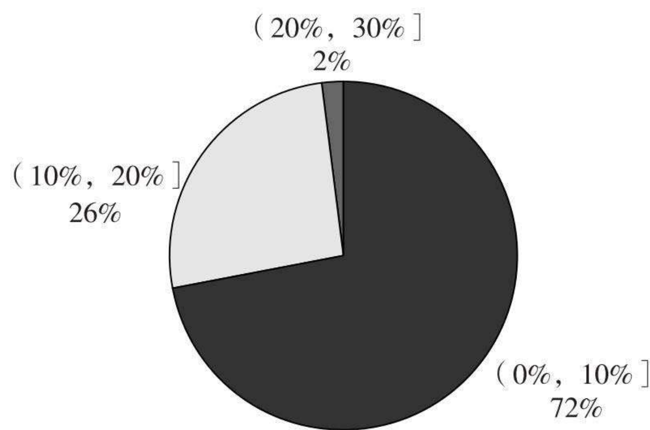


图5-9 城投公司货币资金占总资产比重分布情况

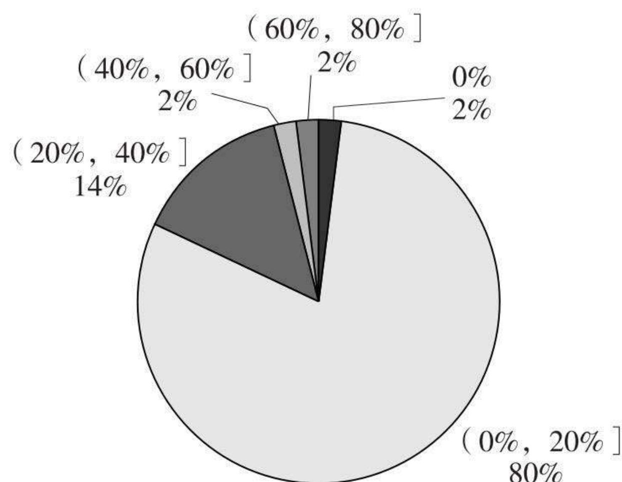


图5-10 城投公司其他应收款占总资产比重分布情况

5.1.6 负债分析

从负债水平来看（见表5-4），城投公司的平均资产负债率为37.26%，处于较合理水平。从区间来看（见图5-11），资产负债率主要集中在20%～60%之间，其中资产负债率最低的为4.83%，最高的为77.25%。

进一步分析，省级和直辖市城投公司平均资产负债率较高，分别为58.36%和58.61%；而县级市城投公司的平均资产负债率最低，为19.91%。同时还注意到，县级市城投公司流动比率和速动比率也都保持在较高水平。

表5-4 城投公司负债水平和短期偿债能力

所在级别	平均资产负债率	平均流动比率	平均速动比率
省	58.36%	1.29	1.09
直辖市	58.61%	10.45	2.88
市	35.01%	6.98	4.05
地级市	39.86%	5.97	3.03
县级市	19.91%	7.86	7.85
区	40.73%	6.15	4.20
县	30.82%	5.68	2.54
总体平均	37.26%	6.55	3.95

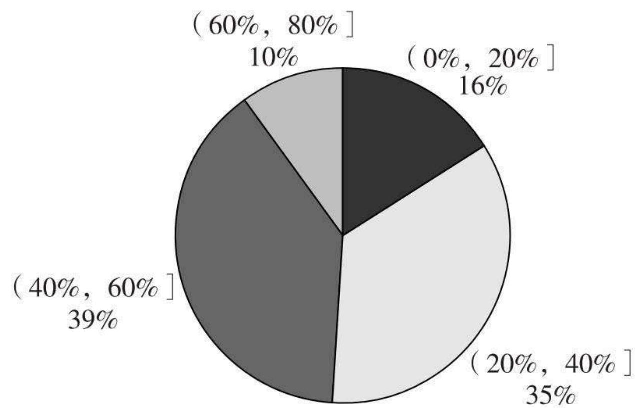


图5-11 城投公司资产负债率分布

从城投公司负债结构来看（见表5-5），整体上看流动负债和非流动负债基本上各占一半，但直辖市、县级市和县级城投公司主要以非流动资产为主。短期借款、长期借款和应付债券合计占总负债比重的平均值为76.23%，说明城投公司负债以有息债务为主。其中，长期借款是城投公司负债的主要构成部分，平均占比为61.96%，直辖市和市级城投公司长期借款占总负债比重甚至超过了70%。城投公司负债以长期借款为主，是为了与其所从事的基础设施建设项目周期相匹配。短期借款占总负债的比重不是很高，平均值为11.13%。应付债券占总负债比重较低，平均值仅为3.19%，主要是由于大部分城投公司都是刚设立不久，尚未发行过债券，尤其是县级市、区级和县级城投公司。

表5-5 城投公司负债结构（单位：%）

指　标	平均值	按行政级别划分						
		省	直辖市	市	地级市	县级市	区	县
流动负债/总负债	45.87	52.21	19.4	52.34	41.63	28.27	46.65	37.93
非流动负债/总负债	54.13	47.79	80.6	47.66	58.37	71.73	53.35	62.07
短期借款/总负债	11.13	18.45	4.37	14.07	8.44	8.96	9.43	5.37
应付账款/总负债	5.21	5.00	1.11	5.14	5.64	1.40	6.05	7.84
其他应付款/总负债	18.69	10.07	3.98	25.78	12.44	4.76	15.85	21.29
长期借款/总负债	61.96	46.34	73.00	70.92	44.35	64.59	60.11	51.14
应付债券/总负债	3.19	0.00	5.08	2.26	10.86	0.00	0.00	4.16
有息债务/总负债	76.23	64.80	82.45	87.26	63.65	73.55	69.54	60.67

5.1.7 收入与利润分析

从笔者选取的62家城投公司来看，主营业务普遍较弱，主营业务收入与总资产之比的平均值仅为3.65%，主要是由于城投公司的资产中大部分都是土地使用权以及公益性资产，经营性资产较少。从行政级别来看，省级城投公司的盈利能力最好，远远高于其他行政级别的城投公司。

从图5-12可以看到，有67%的城投公司主营业务收入与总资产之比都小于5%，其中完全没有主营业务收入的有6家，占10%；主营业务收入与总资产之比大于15%的仅有3家。

表5-6 不同行政级别城投公司主营业务收入与总资产之比

所处级别	主营业务收入/总资产
省	17.43%
直辖市	0.81%
市	3.32%
地级市	1.75%
县级市	3.24%
区	3.38%
县	6.39%
平均	3.65%

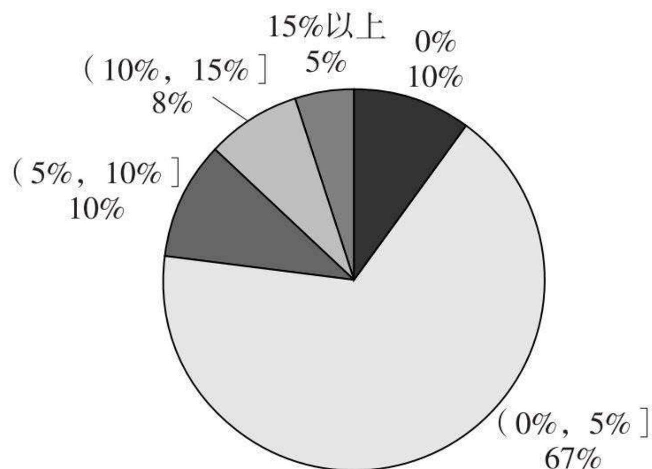


图5-12 城投公司主营业务收入与总资产之比区间分布情况

由于中国城投公司主营业务普遍较弱，营业利润较少，从统计的62家城投公司来看，营业利润占利润总额的比重仅为11.62%。而从区间分布来看，营业利润/利润总额小于0的占52%，表明中国有一半以上的城投公司主营业务是亏损的，其中，营业利润/利润总额小于-20%的比重达到21%，说明这些城投公司主营业务处于严重亏损状态。

由于城投公司主营业务弱，因此为维持其经营，地方政府唯有给予财政补贴。从目前情况来看，政府补贴收入已成为城投公司利润总额的主要来源，财政补贴收入占利润总额的比重达到93.15%。在统计

的城投公司中，补贴收入与利润总额之比超过100%的占到一半，大于80%的占到71%。

进一步分析，县级和县级市城投公司政府补贴占利润总额比重均超过100%，分别达到126%和110.40%，表明县级和县级市城投公司主营业务基本是亏损的，地方政府对城投公司的财政支持力度直接关系到城投公司能否正常经营。地级市城投公司政府补贴占利润总额比重也达到95.05%，处于较高水平。而省级城投公司政府补贴占利润总额的比重较低，为65%，表明省级城投公司自身盈利能力相对较强。

表5-7 城投公司利润来源

所处级别	营业利润/利润总额	补贴收入/利润总额
省	26.16%	65.00%
直辖市	12.45%	87.55%
市	16.38%	89.73%
地级市	1.16%	95.05%
县级市	14.20%	110.40%
区	10.09%	90.02%
县	-25.73%	126.00%
平均	11.62%	93.15%

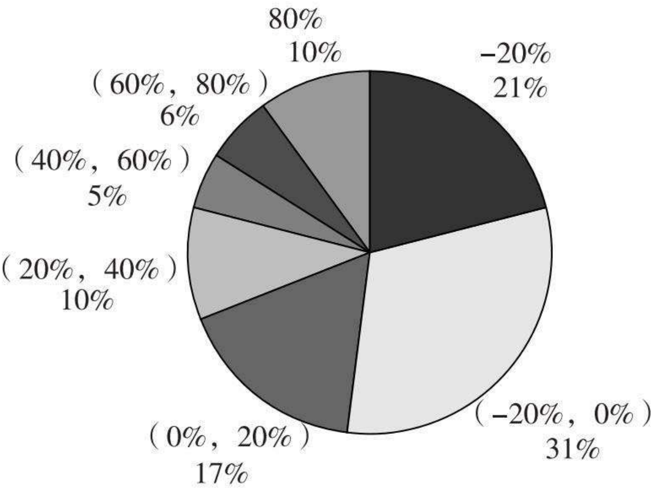


图5-13 城投公司营业利润与利润总额之比分布情况

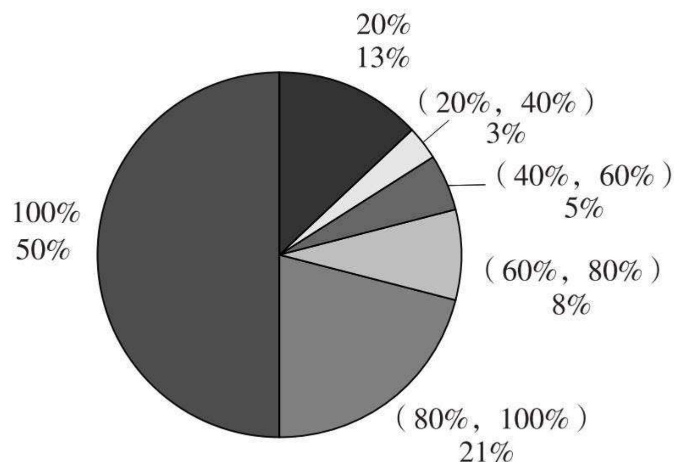


图5-14 城投公司补贴收入与利润总额之比分布情况

---

1. 在本节中，笔者采用2008年至2010年6月30日间经某评级机构评级的62家城投公司为样本，对城投公司特征进行分析。
2. 根据财政部、国家发改委、人民银行和银监会出台的《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预〔2010〕412号），“公益性资产”是指为社会公共利益服务，且依据有关法律法规规定不能或不宜变现的资产，如学校、医院、公园、广场、党政机关及经费补助事业单位办公楼等，以及市政道路、水利设施、非收费管网设施等不能带来经营性收入的基础设施等。

5.2 中国城投公司与日本地方融资平台的对比㊟

5.2.1 分类及特征比较

5.2.1.1 日本地方融资平台

在日本，地方政府融资平台分为四大类：（1）地方公营企业；（2）第三部门；（3）地方三公社；（4）独立行政法人。

地方公营企业是日本地方政府以增进居民福利为目的而经营的企业，具有三大特征：第一，地方公营企业实际上是由地方政府直接经营。地方公营企业不具有独立于地方政府之外的法人资格。㊟但与一般政府部门适用于“一般会计”不同，地方公营企业适用于“特别会计”。第二，地方公营企业本身具有企业性质，是在独立核算原则下的独立经营机构，其业务性质与一般行政事务有着很大差异。第三，成立地方公营企业的目的是为了通过地方公营企业的经济活动来直接提高居民福利。地方公营企业的经营原则具有二重性质：一个是公共性；再一个是经济性。按照法律规定，作为地方政府的一部分，地方公营企业不能按照有限责任处置，地方公营企业所负债务就是地方政府自身的债务，如果地方公营企业出现经营危机，最终将由地方政府负全责。

第三部门㊟是指由地方政府出资同时又相对独立于地方政府的企业。第三部门具有独立的法人资格，与公社不同之处在于它同时有民间资本出资。通常地方政府的出资或资助在25%以上。根据法人性质

的不同，第三部门可分为“民法法人”（或“公益法人”）和“商法法人”（包括“公司法法人”）。

地方三公社是地方公营企业的延伸，是依据相关法律由地方政府全额出资设立的独立法人，包括地方住宅供给公社、地方道路公社和土地开发公社。

独立行政法人是根据日本2003年7月出台的《地方独立行政法人法》而设立、由地方政府全额出资的法人。与地方公营企业不同，“独立行政法人”拥有与地方政府相对独立的法人资格，用以承担事务或事业，目的是提供高效的行政服务。

表5-8 日本地方公营企业与第三部门的比较

项目		地方公营企业	第三部门
制度上的差异	改善收支的紧迫感	比较小（收支增加多用于公益事业，没有破产）	大（商法法人以提高收益为企业目标，可能破产或倒闭）
	资金筹措	有利的融资条件（地方政府输血），即使业绩不佳也可融资	融资条件一般，业绩不好不能融到资
	税收负担	不缴纳法人税、固定资产税等	基本上要缴纳所有税种
	职员管理的弹性程度	僵硬的（承包限制，容易形成与一般职员同水平的工资）	有弹性（签约自由，也容易雇佣年龄大的人）
	单年度预算主义	适用	不适用
	关联（附带）业务	有限制	无限制
	经营规划的灵活性	有时缺乏灵活性	具有灵活性
	与议会的关系	预算、决算和重要的收费标准需由议会决定	没有议会的直接参与
经营环境		官僚性质	民间企业性质

资料来源：细谷芳郎.图解地方公营企业法［M］.日本：第一法规株式会社，2004；总务省研究会等资料

5.2.1.2 中国城投公司

中国城投公司包括地方政府组建的不同类型的城市建设投资公司、交通建设投资公司和水务公司等，虽然从公司名称上来看，似乎属于不同类型，但实际上这些公司并没有非常明确的分工。而且从设立方式来看，这些城投公司基本都是由地方政府通过划拨土地和股权等方式组建的，都拥有与地方政府相对独立的法人资格，必要时地方政府都会给予财政补贴，目的都是为地方基础设施建设融资。

5.2.2 业务分工

5.2.2.1 日本地方融资平台

由于日本各类型地方融资平台设立的目的不同，因此，各类型融资平台的业务范围也有较大的差别。

（1）地方公营企业的业务范围主要集中于供水、工业用水、交通、电力、燃气、医院和排水等领域。2008年年底，日本地方公营企业共有9 096家。其中，从事排水业务的最多，为3 687家，占40.5%；其次是从事供水业务的，有2 243家，占24.7%。

表5-9 2004～2008年日本地方公营企业业务领域分布情况（单位：家）

业务领域	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
供水*	2 966	2 334	2 297	2 276	2 243
工业用水	148	149	151	152	151
交通	108	106	102	103	101
电力	130	120	102	93	69
燃气	46	36	34	34	34
医院	726	672	669	664	665
排水	4 342	3 699	3 709	3 701	3 687
其他	2 513	2 263	2 253	2 187	2 146
合计	10 979	9 379	9 317	9 210	9 096

*含简易水道。

资料来源：《平成20年度（2008年）地方公营企业决算概要》，日本总务省，2009年

（2）第三部门中，民法法人业务范围主要为教育·文化、农林水产、社会福利·医疗保健；商法法人的业务范围甚广，涉及观光·休闲、农林水产、工商业、道路运输等诸多领域。

（3）地方三公社中，地方住宅供给公社的业务范围主要是住宅与城市服务，包括：住宅的分期付款、住宅的建设与租赁、住宅用地的建造与租赁、转让等。地方道路公社的业务范围主要是道路与运输，包括：当地及周边地区收费公路的新建、改建、维护和修缮，国家或地方政府等委托的道路的管理，土地区域规划事业，街道再开发事业等。土地开发公社的业务范围主要是地区与城市开发，包括：对获得土地和人工造地等方面的管理与处置，在地方政府委托的基础上，对公共设施或公用设施进行整治。

（4）独立行政法人的业务范围主要包括：经营地方公营企业所从事的事业、试验研究、大学的设置与管理、社会福利事业（特别是老年福利院、保育院和家政服务等）等。

表5-10 2008年日本第三部门、地方三公社和地方独立行政法人业务分布情况（单位：家）

业务领域	第三部门		地方三公社			地方独立行政法人
	民法法人	商法法人	地方住宅供给公社	地方道路公社	土地开发公社	
地区・城市开发	279	216	0	0	1 053	0
住宅・城市服务	55	61	55	0	0	0
观光・休闲	322	953	0	0	0	0
农林水产	638	692	0	0	0	0
工商业	316	425	0	0	0	4
社会福利、医疗保健	438	19	0	0	0	6
生活卫生	205	91	0	0	0	0
道路运输	43	417	0	42	0	0
教育・文化	1 068	54	0	0	0	34
公害・环境保护	68	5	0	0	0	0
信息处理	8	89	0	0	0	0
国际交流	115	1	0	0	0	0
其他	308	649	0	0	0	0
合计	3 863	3 672	55	42	1 053	44

资料来源：《有关第三部门等现状的调查》，日本总务省，2009年12月25日

5.2.2.2 中国城投公司

从中国城投公司业务分布来看（见表5-11），主要集中于交通道路建设、电力、水利与环境治理和经济园区开发等公共产品领域，与日本地方公营企业业务范围较为类似，同时还承担了地方三公社[注]的业务职能。

表5-11 中国已发行债券的城投公司业务分布表

业务领域	数　量	比　重
水利及环境治理	63	34.43%
交通、道路建设	47	25.68%
市政综合	21	11.48%
市政工程建设	20	10.93%

业务领域	数　量	比　重
经济园区开发	15	8.20%
其他	10	5.46%
电力	5	2.73%
棚户区改造	2	1.09%
总计	183	100.00%

5.2.3 演变与现状

5.2.3.1 日本地方融资平台

日本的地方公营企业可追溯到江户时代（公元1603～1867年）幕府及各番经营的自来水事业。明治22年（公元1889年）市町村制确立后，市町村拥有了独立的法人资格，随之，市町村所经营企业的领域和数量都迅速增长。大正后半期（公元1918～1925年）以后，地方公营企业所从事的领域不仅有自来水、交通、电力和燃气，而且还涉及了住宅、浴室和食堂等。第二次世界大战以后，在新的地方自治体制下，地方公营企业更是得到了长足发展。2002年日本地方公营企业的数量较1960年增长了164%，建设投资规模较1960年增长了4 127%。

表5-12 第二次世界大战后日本地方公营企业发展情况

年　份	数量（家）	较1960年增长幅度	投资规模（亿日元）	较1960年增长幅度
1960	4 771	—	1 476	—
1970	6 464	35%	10 829	634%
1980	7 508	57%	41 320	2 699%
1990	9 030	89%	59 926	3 960%
2000	12 574	164%	77 303	5 137%
2002	12 613	164%	62 386	4 127%

资料来源：细谷芳郎.图解地方公营企业法，日本：第一法规株式会社，2004

日本的地方公营企业数量在2002年度达到最高值的12 613家，其后逐年递减。在2004～2008年的5年间，企业数量减少了1 883家。根据2008年度地方公营企业决算概要，截至2008年年底，日本的地方公营企业数量为9 096家，较2002年减少了3 517家。

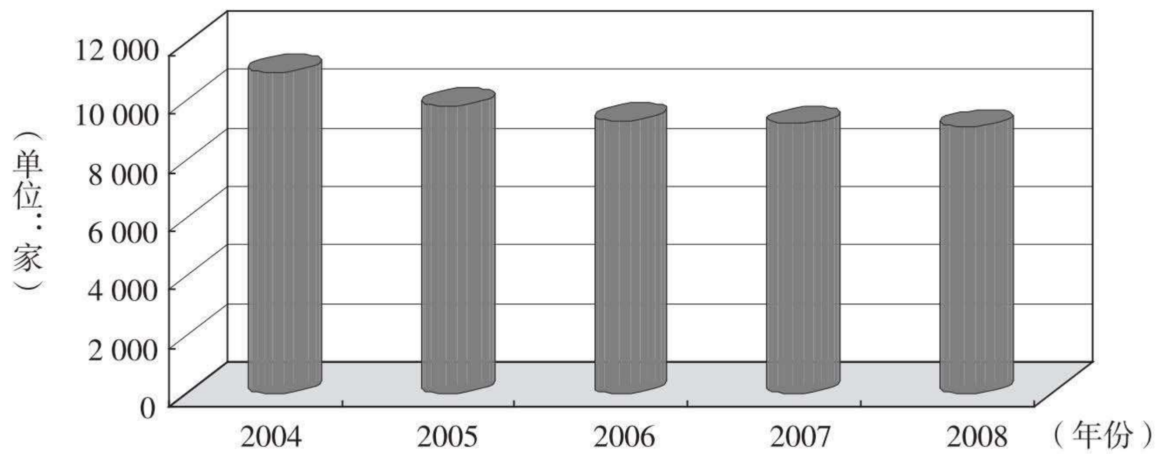


图5-15 2004～2008年日本地方公营企业数量变化情况

资料来源：《平成20年度（2008年）地方公营企业决算概要》，日本总务省，2009年

第三部门的发展主要是由于1986年《民活法》和1987年《娱乐场所法》的出台以及1991年《地方自治法》的修改等，使得第三部门成为各种优惠政策的扶持对象。20世纪90年代前半期成为第三部门设立的高峰期。日本的地方三公社主要是在20世纪70年代的前半期成立的。地方独立行政法人是2003年7月《地方独立行政法人法》出台以后才开始设立的，到2009年年初，日本全国共有地方独立行政法人44家。

表5-13 2004～2009年日本第三部门、地方三公社和地方独立行政法人企业数量（单位：家）

融资平台分类	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
第三部门	8 357	8 217	7 973	7 775	7 686	7 535
地方三公社	1 590	1 392	1 227	1 205	1 175	1 150
地方独立行政法人	—	—	8	27	38	44
总计	9 947	9 609	9 208	9 007	8 899	8 729

资料来源：《有关第三部门等的调查统计结果》，日本总务省，2009年3月31日

5.2.3.2 中国城投公司

中国城投公司的发展时间远没有日本地方公营企业那么长，主要起源于1994年的分税制改革。由于中国在1994年分税制改革后，中央政府和地方政府在事权和财权的分配上出现了事实上的事权的重心下移而财权的重心上移，从而导致了地方政府事权和财权的不对等。同时，我国转移支付制度尚不完善，因此，在我国城市化加快发展阶段，地方基础设施建设投入较大，从而导致大部分地方政府可支配财力远远无法满足庞大的资金需求，唯有寻求外部融资。然而，受《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）的制约，我国地方政府不能发行地方政府债券。因此地方政府便开始设立城投公司，通过城投公司从金融机构处取得贷款，或者在资本市场募集资金用于地方基础设施建设。2008年以来中国城投公司数量迅速增长，据统计，截至2009年年底，中国大约有3 800家城投公司，其中70%是县级融资平台。

5.2.4 相关法律法规

5.2.4.1 日本地方融资平台

在日本，不仅制定了《地方自治法》和《地方财政法》等法律法规来规范地方政府行为，以及制定了《公司法》等框架性法律制度来规范企业的设立和转让等行为，而且针对不同类型的地方融资平台还制定了专门的法律法规。如制定了《地方公营企业法》来规范地方公营企业；制定了《地方独立行政法人法》来规范地方独立行政法人；制定了《地方住宅供给公社法》、《地方道路公社法》和《关于推进扩大公有土地的法律》来分别规范地方住宅供给公社、地方道路公社和土地开发公社。虽然没有制定专门的法律来规范第三部门，但《民法》和《商法》分别对第三部门中的民法法人和商法法人进行了规

范。总体来看，日本建立了较为完善的地方融资平台法律制度，也正是由于这些制度的完善，才使得日本地方融资平台能够规范和健康发展。

5.2.4.2 中国城投公司

在中国，除《中华人民共和国公司法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第42号）之外，目前尚没有专门的法律法规来对城投公司进行规范。虽然城投公司在发行债券时需要直接或间接受到《企业债券管理条例》（国务院令〔1993〕第121号）和《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第42号）等相关法律的制约，但由于没有专门的法律来规范城投公司的设立、运作以及融资等行为，从而导致中国众多城投公司的设立和运作极不规范，并且经常存在盲目融资的行为，加大了地方债务风险。最典型的例子就是受2008年年底4万亿元投资计划刺激，各地方政府纷纷以现金出资、土地注入以及股权注入等方式设立城投公司。然而部分新设立的城投公司基本或者完全没有主营业务，利润主要来源于财政补贴。而为了增强其融资能力，还出现了将道路、桥梁、学校和医院等公益性资产注入城投公司的现象。

5.2.5 预算与决算

5.2.5.1 日本地方融资平台

在日本，地方公营企业实行的是“特别会计”，同时纳入地方政府的预算管理。而第三部门、地方三公社以及地方独立行政法人都采取“一般会计”，没有年度预算制度。

日本《地方公营企业法》第24条规定，地方政府的最高行政长官必须在各地方公营企业管理者所编制的预算原案的基础上，协调制定每项事业的地方公营企业年度预算案，并在财政年度开始之前提交议会进行审议。每个财政年度结束后，还要提交该年度的决算报告。

2008年，日本地方公营企业的决算规模为203 148亿日元，与2007年相比减少了1 188亿日元。按照业务划分，决算规模最大的是排水业务，其次是医院、供水和交通。

表5-14 2004～2008年日本地方公营企业决算规模情况（单位：亿日元）

业务领域	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
供水*	46 139	44 560	43 410	47 434	46 102
工业用水	2 587	2 831	3 083	2 427	2 757
交通	14 026	13 550	12 460	13 281	13 786
电力	1 469	1 365	1 193	1 241	1 107
燃气	1 300	1 081	1 110	1 206	1 300
医院	47 319	47 599	46 885	47 470	46 369
排水	68 550	65 635	63 685	69 808	68 136
其他	34 535	26 561	21 187	21 470	23 591
合计	215 925	203 182	193 012	204 336	203 148

*含简易水道。

资料来源：《平成20年度（2008年）地方公营企业决算概要》，日本总务省，2009年

5.2.5.2 中国城投公司

中国城投公司与普通企业一样，实行“一般会计”，因此，并没有年度预算制度，这是中国城投公司与日本地方公营企业的一大重要区别。

5.2.6 建设投资情况㊟

5.2.6.1 日本地方融资平台

2008年，地方公营企业的建设投资额已经连续10年减少，减少到了40 025亿日元；2008年与2007年相比减少了961亿日元，降幅为2.3%。

按照行业划分，目前，建设投资额最多的是排水，其次依次为供水、医院和交通等。

表5-15 2004～2008年日本地方公营企业建设投资额（单位：亿日元）

业务领域	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
供水*	12 599	11 580	10 996	10 549	10 564
工业用水	540	497	429	413	453
交通	3 102	2 585	2 298	2 059	2 492
电力	154	174	160	168	137
燃气	187	148	143	159	170
医院	3 781	3 684	3 284	2 833	2 902
排水	27 160	24 659	22 784	21 155	20 018
其他	7 375	5 675	4 269	3 650	3 289
合计	54 898	49 002	44 363	40 986	40 025

*含简易水道。
资料来源：《平成20年度（2008年）地方公营企业决算概要》，日本总务省，2009年

5.2.6.2 中国城投公司

与日本不同的是，随着中国城市化的不断推进，地方基础设施建设力度不断加大，因此，建设投资额也逐年增加。图5-5是2001～2006年中国城市基础设施投资额情况，从中可以看出，基本呈现了较快的增长趋势；而从2007年、2008年和2009年的情况来看，中国城市基础设施建设步伐呈现出进一步加快的趋势。

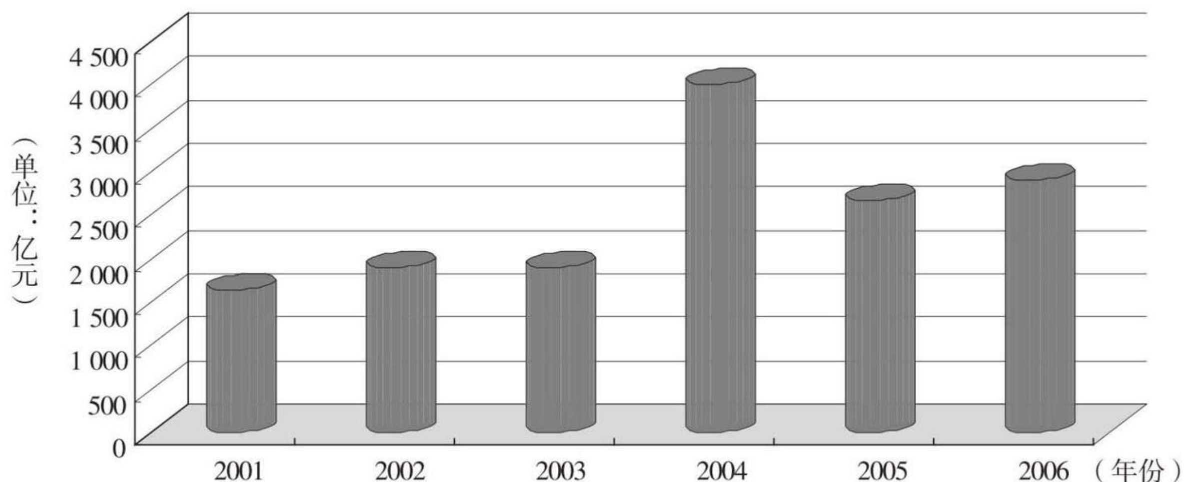


图5-16 2001～2006年中国城市基础设施建设投资额

资料来源：2002～2007年中国统计年鉴

从中国城投债的资金用途来看，用于水利及环境治理领域的占比最大，为37%，其次是用于道路建设，占30%，用于城市园区建设的占比也达到14%。

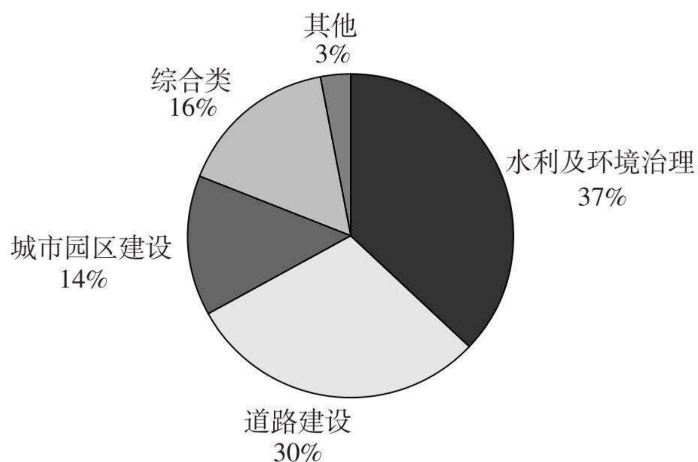


图5-17 截至2009年12月31日中国城投债募集资金用途（按金额）

5.2.7 建设资金来源

5.2.7.1 日本地方融资平台

在日本，地方公营企业的建设资金来源主要是发行企业债、政策性银行贷款和财政拨款。

1.发行企业债

2008年，日本地方公营企业发行债券39 425亿日元，占建设投资额的98.5%。按照行业划分，企业债发行额最多的是排水领域，其次为供水、医院和交通等。

表5-16 2004～2008年日本地方公营企业债券发行规模（单位：亿日元）

业务领域	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
供水*	5 404	5 075	4 747	7 735	7 644
工业用水	314	321	470	275	452
交通	2 484	2 441	2 209	2 686	3 039
电力	18	48	21	35	21
燃气	54	26	33	37	29
医院	2 771	2 845	2 493	3 355	3 463
排水	16 119	15 747	15 536	22 398	21 635
其他	5 902	3 649	3 032	3 103	3 142
合计	33 066	30 151	28 542	39 624	39 425

*含简易水道。

资料来源：《平成20年度（2008年）地方公营企业决算概要》，日本总务省，2009年

表5-17 2004～2008年日本地方公营企业债券发行额占建设投资额的比重（单位：亿日元）

业务领域	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
供水*	42.89%	43.83%	43.17%	73.32%	72.36%
工业用水	58.15%	64.59%	109.56%	66.59%	99.78%
交通	80.08%	94.43%	96.13%	130.45%	121.95%
电力	11.69%	27.59%	13.13%	20.83%	15.33%
燃气	28.88%	17.57%	23.08%	23.27%	17.06%
医院	73.29%	77.23%	75.91%	118.43%	119.33%
排水	59.35%	63.86%	68.19%	105.88%	108.08%
其他	80.03%	64.30%	71.02%	85.01%	95.53%
合计	60.23%	61.53%	64.34%	96.68%	98.50%

*含简易水道。

资料来源：《平成20年度（2008年）地方公营企业决算概要》，日本总务省，2009年

2.政策性银行贷款

日本设有为地方政府贷款的专门金融机构，称为"地方公共团体金融机构"。地方公共团体金融机构的贷款对象便是地方政府自身直接经营的地方公营企业，而不是地方三公社或第三部门等独立法人。该机构提供的贷款，主要用于自来水、下水道和地铁等投资回收比较慢的基础设施领域。

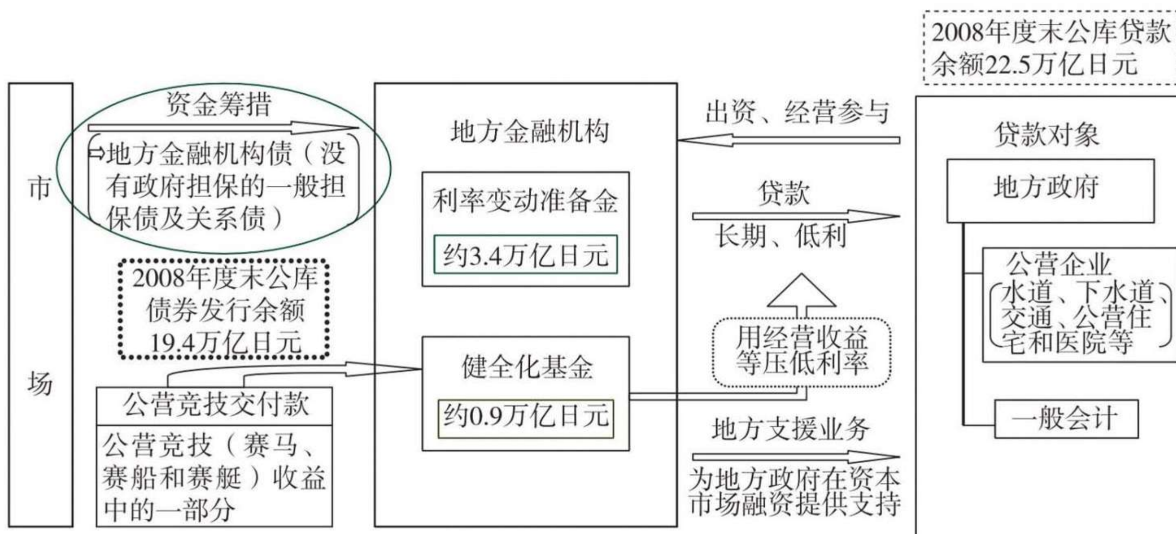


图5-18 日本地方公共团体金融机构贷款业务和资金筹措业务等的基本流程

资料来源：魏加宁．对日本“地方政府平台”的考察［J］.中国金融40人论坛月报，2010，（8）：6-62

3.财政拨款

2008年，来自其他会计的拨款为34 249亿日元，比2007年增加819亿日元。按照行业划分，来自其他会计的拨款增加最多的是排水领域，其次为医院、供水和交通等。

表5-18 日本地方公营企业来自其他会计的拨款（单位：亿日元）

业务领域	收益性收入		资本性收入		合　计	
	2007 年	2008 年	2007 年	2008 年	2007 年	2008 年
供水*	951.90	880.36	1 565.63	1 607.99	2 517.53	2 488.35
工业用水	44.46	37.44	168.32	215.02	212.77	252.46
交通	854.80	837.74	962.65	1 562.33	1 817.45	2 400.07
电力	4.52	1.60	1.18	0.67	5.70	2.27
燃气	3.15	3.15	8.22	10.24	11.37	13.40
医院	5 290.28	5 667.90	1 670.70	1 840.68	6 960.98	7 508.58
排水	13 193.39	13 172.80	6 136.87	5 687.52	19 330.27	18 860.32
其他	910.66	970.25	1 663.25	1 753.67	2 573.92	2 723.93
合计	21 253.17	21 571.25	12 176.82	12 678.13	33 429.98	34 249.38

注：①计入收益性收入的拨款的特别利润中包括其他会计拨款。
②计入资本性收入的拨款中包括其他会计借款。
*含简易水道。
资料来源：《平成20年度（2008年）地方公营企业决算概要》，日本总务省，2009年

与地方公营企业不同，第三部门、地方三公社和地方行政独立法人的资金主要来源于财政援助以及商业银行贷款。

1.财政援助

财政援助包括地方政府补助和地方政府贷款。

（1）地方政府补助。

2008年年底，第三部门中，接受地方政府补助金的法人数占比为46.8%，补助金总额为3 920亿日元；地方三公社中，接受地方政府补助金的法人数占比为22.7%，获得补助金总额为459亿日元；而地方独立行政法人全部接受地方政府补助，补助金总额为1 598亿日元。

表5-19 日本第三部门、地方三公社和地方独立行政法人获得政府补助情况

融资平台分类	全体法人数（家）	获得补助法人数（家）	占　比	补助金额（亿日元）
第三部门	6 238	2 920	46.8%	3 920
地方三公社	1 149	261	22.7%	459
地方独立行政法人	44	44	100.0%	1 598
总计	7 431	3 225	43.4%	5 977

资料来源：《有关第三部门等的调查统计结果》，日本总务省，2009年3月31日

按业务领域划分，从获得补助的法人数比例来看，最多的为国际交流，占比为83.9%，其次是公害防治·环境保护，占比为69.6%，再次是社会福利·医疗保健，占比为68.8%。但是从金额来看，最多的是教育·文化，为2 087亿日元，占资金总额的34.9%；其次是运输·道路，为993亿日元，占资金总额的16.6%；再次是社会福利·医疗保健，为852亿日元，占资金总额的14.3%。

表5-20 按业务领域划分获得政府补助情况

业务领域	全体法人数（家）	获得补助法人数（家）	占　比	补助金额（亿日元）
地区·都市开发	1 467	353	24.1%	276
住宅·都市服务	132	59	44.7%	241
观光·休闲	1 075	271	25.2%	113
农林水产	1 152	572	49.7%	504
工商业	619	343	55.4%	580
社会福利·保健医疗	416	286	68.8%	852
生活卫生	274	105	38.3%	87
运输·道路	421	149	35.4%	993
教育·文化	1 100	743	67.5%	2 087

业务领域	全体法人数（家）	获得补助法人数（家）	占　比	补助金额（亿日元）
公害防治・环境保护	69	48	69.6%	27
信息处理	60	9	15.0%	17
国际交流	112	94	83.9%	45
其他	534	193	36.1%	155
总计	7 431	3 225	43.4%	5 036

资料来源：《有关第三部门等的调查统计结果》，日本总务省，2009年3月31日

（2）地方政府贷款。

日本地方政府会向第三部门、地方三公社和地方独立行政法人提供一定数量的贷款，这部分资金主要来源于地方政府的税收、地方政府获得的转移支付资金以及发行地方债。

从日本总务省2009年3月的调查来看，第三部门中，接受从地方政府贷款的法人数有589家，占9.4%，贷款余额为28 609亿日元；地方三公社中，接受地方政府贷款的法人数有383家，占33.3%，贷款余额为17 754亿日元；而地方独立行政法人中，接受地方政府贷款的法人数有13家，占29.5%，贷款余额为213亿日元。

表5-21 日本第三部门、地方三公社和地方独立行政法人接受地方政府贷款情况

融资平台分类	全体法人数（家）	接受贷款法人数（家）	占　比	贷款余额（亿日元）
第三部门	6 238	589	9.40%	28 609
地方三公社	1 149	383	33.30%	17 754
地方独立行政法人	44	13	29.50%	213
总计	7 431	985	13.30%	46 575

资料来源：《有关第三部门等的调查统计结果》，日本总务省，2009年3月31日

2.商业银行贷款

日本商业银行对地方融资平台贷款的对象主要是第三部门和地方三公社。由于地方三公社100%由地方政府出资，因此，商业银行对此

类贷款一般都比较放心。根据《推进扩大公有地的相关法律》第25条规定，地方政府可对土地开发公社的债务签订担保合同。根据《地方道路公社法》第28条规定，地方政府可对道路公社的债务签订担保合同。由此可知，从法律上来看，在地方三公社中，只有地方住宅供给公社的债务得不到地方政府的担保。因此，在关于地方住宅供给公社的贷款中，商业银行与地方政府之间多以签订“损失补偿合同”的形式来加以代替。此类合同的内容是：一旦债权人的贷款得不到偿还，就可以向地方政府要求补偿，因此实际上和债务担保是一样的。

总体来看，地方三公社的债务一般都附带有地方政府的各种支持，尤其是土地开发公社和地方道路公社的债务，可以由地方政府担保，因此对于土地开发公社及地方道路公社，商业银行及其他金融机构金融机构通常以地方政府的担保为凭证，对其发放贷款。

由于法律上没有规定地方政府可以为第三部门的债务提供担保，因此，商业银行在给第三部门提供担保的时候往往需要考察较多的因素。首先，商业银行要审查第三部门有没有政府出资，以及比例是多少，并根据政府出资的多少，来判断地方政府所承担的责任。如果地方政府出资比例在25%以上的话，第三部门就有向议会报告的义务，因此地方政府的参与程度比较高。如果地方政府出资在50%以上，由于有了控股权，那么地方政府的责任就更大了。其次，商业银行还要看第三部门的债务是否能够得到地方政府的担保。如果第三部门的债务得不到地方政府担保的话，商业银行就会尽力与地方政府签订损失补偿合同[注]或得到“默许的保证”（Implicit Guarantee）。如果既无损失补偿合同又无“默许的保证”，商业银行则需要纯粹依据对该项目营利性的判断来做决策，而对于项目营利性的考察和一般民间企业的标准是一样的。最后，商业银行在贷款时还要看是否有房地产作抵押。

根据日本银行提供的资料显示，2008年年底，日本国内银行的贷款余额为4 271 603亿日元，其中贷给地方政府的余额为170 152亿日

元，占全部贷款余额的4%。2009年年底，日本国内银行的贷款余额为4 214 775亿日元，其中贷款给地方政府的余额为196 362亿日元，占全部贷款余额的4.7%。

5.2.7.2 中国城投公司

在资金来源上，中国城投公司与日本地方公营企业有着很大的不同，但类似于第三部门和地方三公社。日本地方公营企业建设资金主要来源于企业债，而中国城投公司资金来源主要依靠商业银行贷款。从存量来看，截至2009年年底，中国城投公司债券融资规模占融资规模的比重不到5%。尽管在城投债发展迅猛的2009年，发行总额也仅为1 530亿元，而2009年中国9.59万亿元新增贷款中约有3.7万亿元流向了城投公司。

虽然在资金来源上中国城投公司与日本第三部门和地方三公社较为类似，但需注意到，根据日本法律，地方政府可以为土地开发公社和地方道路公社的债务提供担保。然而，《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）却规定："国家机关不得为保证人，但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的除外。"因此，在中国，地方政府对债务提供担保是被禁止的。

尽管法律有明文规定，但从过去的情况来看，地方政府实际上还是在不断为城投公司融资提供隐性担保，这点从商业银行对城投公司贷款的条件中可以看出。对于现金流不能完全偿还贷款本息的项目以及完全没有现金流的公益性项目，商业银行给予贷款一般都会要求当地政府出具还款承诺函，或将每年的贷款本息列入当地人大支出预算。

表5-22 当前我国商业银行对城投公司的贷款条件

项目类型	商业银行贷款原则	贷款条件
有经营现金流的项目	遵循商业原则，按照项目建成的现金流测算还款来源和设定还款期限	类似项目融资，由项目形成的相应资产提供抵押或信用担保
现金流不能完全偿还贷款本息的项目	大多仍然遵循商业原则，将项目本身的现金流和财政补贴作为综合还款来源，并以此设定还款期限	通常要求当地政府对项目提供财政补贴，一般要求当地政府出具还款承诺函，或将每年的贷款本息列入当地人大支出预算，同时要求土地及其他资产抵押或第三方担保
完全没有现金流的公益性项目	不遵循商业原则，一般基于当地政府的财政实力和信誉	一般要求当地政府必须出具还款承诺函，或将每年的贷款本息列入当地人大支出预算，同时要求土地及其他资产抵押或第三方担保

资料来源：陈卫东，张友先，朱爱萍.构建地方政府加强基础设施建设的模式［R］.全球经济金融问题研究，2010，18

地方政府为城投公司提供隐性担保虽然增强了其融资能力，但也使得债务风险不断向地方政府集聚。国务院于2010年6月10日下发“国发〔2010〕19号文”，明确提出要坚决制止地方政府违规担保承诺行为。“国发〔2010〕19号文”要求地方政府严格执行《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）等有关法律法规规定，除法律和国务院另有规定外，地方各级政府及其所属部门、机构和主要依靠财政拨款的经费补助事业单位，均不得以财政性收入和行政事业等单位的国有资产，或其他任何直接、间接形式，为融资平台公司融资行为提供担保。

5.2.8 经营状况

5.2.8.1 日本地方融资平台

地方公营企业的基本收入是费用收入。2008年，日本地方公营企业的费用总收入为95 769亿日元，受供水企业有偿用水量减少、医院

患者人数减少以及经营方式的改变等因素影响，较2007年减少1 782亿日元。按照行业划分，费用收入最多的是医院，其次是供水、排水和交通等。

表5-23 2007年与2008年日本地方公营企业费用收入及占总收益比重

业务领域	2007 年		2008 年	
	费用收入金额（亿日元）	占总收益比重	费用收入金额（亿日元）	占总收益比重
供水*	29 277	89.6%	28 727	89.9%
工业用水	1 380	87.1%	1 375	87.4%
交通	6 719	81.9%	6 760	81.7%
电力	856	91.6%	809	91.6%
燃气	897	90.5%	940	87.2%
医院	32 813	81.5%	32 202	80.7%
排水	14 550	47.9%	14 612	48.1%
其他	11 058	79.8%	10 344	79.9%
合计	97 551	75.7%	95 769	75.4%

*含简易水道。
资料来源：《平成20年度（2008年）地方公营企业决算概要》，日本总务省，2009年

日本地方公营企业的总收支自2001年起连续8年为黑字。2008年度为1 879亿日元黑字，较2007年减少2 807亿日元，下降幅度达59.9%。按照行业划分，供水、电力以及排水保持了黑字运营，而医院则为持续赤字。

表5-24 2007年和2008年日本地方公营企业整体经营情况（单位：亿日元）

项　目	2007 年	2008 年	2008 年较 2007 年变动情况
黑字企业数	7 815	7 710	－105
黑字金额	8 960	6 914	－2 046
赤字企业数	1 233	1 234	1
赤字金额	（4 274）	（5 035）	761
企业总数	9 048	8 944	－104
总收益	4 686	1 879	－2 807

注：企业数为决算对象企业数，不包括建设中的企业，因此不一定与年度末企业数相同。
资料来源：《平成20年度（2008年）地方公营企业决算概要》，日本总务省，2009年

在总务省2009年的调查统计中，日本第三部门、地方三公社和地方独立行政法人也均保持了黑字，其中第三部门为829亿日元黑字，地方三公社为420亿日元黑字，地方独立行政法人为98亿日元黑字。

表5-25 2008年日本第三部门、地方三公社和地方独立行政法人经营情况（单位：亿日元）

融资平台种类	项　目	法人数	金　额
第三部门	黑字法人	3 924	1 781
	赤字法人	2 314	（952）
	合计	6 238	829
地方三公社	黑字法人	680	547
	赤字法人	469	（127）
	合计	1 149	420
地方独立行政法人	黑字法人	40	112
	赤字法人	4	（14）
	合计	44	98
总计	黑字法人	4 644	2 440
	赤字法人	2 787	（1 093）
	—	7 431	1 347

资料来源：《有关第三部门等的调查统计结果》，日本总务省，2009年3月31日

从业务领域划分来看，从事信息处理业务的法人中黑字比例最高，其次是生活·卫生领域的法人；从事公害防治·环境保护业务的法人中赤字比例最高，其次是国际交流领域。

表5-26 按业务领域划分2008年日本第三部门、地方三公社和地方独立行政法人经营状况（单位：亿日元）

业务领域	黑字法人数	黑字金额	赤字法人数	赤字金额	法人数合计	总收益
地区・都市开发	887	393	580	(175)	1 467	217
住宅・都市服务	88	327	44	(38)	132	289
观光・休闲	647	157	428	(50)	1 075	106
农林水产	714	175	438	(80)	1 152	95
工商业	401	273	218	(63)	619	211
社会福利・保健医疗	248	70	168	(41)	416	29
生活卫生	186	128	88	(41)	274	87
运输・道路	258	557	163	(350)	421	207
教育・文化	708	211	392	(79)	1 100	132
公害防治・环境保护	39	3	30	(15)	69	(11)
信息处理	51	23	9	(3)	60	20
国际交流	66	3	46	(4)	112	(2)
其他	351	119	183	(153)	534	(33)
总计	4 644	2 440	2 787	(1 093)	7 431	1 347

资料来源：《有关第三部门等的调查统计结果》，日本总务省，2009年3月31日

5.2.8.2 中国城投公司

从章节5.1.7对城投公司收入和利润的分析中可知，中国城投公司主营业务大部分处于亏损状态，但地方政府为保证城投公司的投融资能力，往往会给予其财政补贴，从而使得财政补贴成为利润主要来源。

5.2.9 管理者的选拔与任用

5.2.9.1 日本地方融资平台

在日本，《地方公营企业法》虽然没有授予地方公营企业独立的法人资格，但是规定了地方公营企业需建立以具有经营权的管理者为首的独立组织机构。管理者是地方政府最高行政长官的辅助职员，必须为地方政府最高行政长官提供管理地方公营企业的依据，地方政府

最高行政长官的干预仅限于通过管理者对企业的宏观管理，地方公营企业的日常经营全部委托企业管理者及辅助机构。

日本地方公营企业的管理者从具有地方公营企业经营管理知识的人员当中进行选拔，并由地方政府最高行政长官任命。企业管理者不得兼任其他职务，如国会议员、地方议会议员，以阻断政治对企业经营的影响。禁止兼任企业正式职务的，包括副行政长官、行政助理等特别职公务员以及一般职公务员两类。

根据日本总务省2009年3月31日的调查，第三部门、地方三公社和地方独立行政法人的高管人员一共有103 067人，其中7 439人为地方政府退休人员，占7.2%，22 606人为地方政府派遣人员，占21.9%。

表5-27 日本第三部门、地方三公社和地方独立行政法人管理人员分布情况

融资平台分类	总人数	地方政府退休人员	占　比	地方政府派出人员	占　比
第三部门	90 552	6 717	7.4%	15 170	16.8%
地方三公社	12 281	634	5.2%	7 418	60.4%
地方独立行政法人	334	88	26.3%	18	5.4%
总计	103 167	7 439	7.2%	22 606	21.9%

资料来源：《有关第三部门等的调查统计结果》，日本总务省，2009年3月31日

5.2.9.2 中国城投公司

由于中国城投公司都是由各地方政府出资设立，都是地方政府的投融资工具，因此，城投公司高级管理人员也基本由地方政府直接选拔。从统计来看，大部分城投公司高级管理人员都兼任政府部门职务。

---

1. 部分资料和信息引自受“金融40人论坛”支持和“日中产学官交流机构”协助，魏加宁、丁之平和曹林3人组成的访日考察团2010年3月8日至3月13日对日本财务省、总务省、日本银行、地方公共团体金融机构、瑞穗银行及神奈川县政府、神奈川县地方公营

企业、神奈川县住宅供给公社等部门和机构的实地调查报告——《对日本“地方政府平台”的考察》。

2. 日本虽然是单一制国家，但实行地方自治，所以地方政府本身是独立法人。

3. 在日本，将民间企业称为“第一部门”，将公共企业称为“第二部门”，而将官民共同出资兴办的企业称为“第三部门”。

4. 中国城投公司还承担了地方土地整理与开发的职能。

5. 根据公开资料，未能找到第三部门、地方三公社和地方行政独立法人的建设投资相关数据。

6. 由于在实际案例中，法院判定“损失补偿合同”违反限制担保的有关法律，因此，总务省对于这种做法持消极态度。

第6章
中国城投债的发行规则与定价

【本章概要】

本章首先对中国城投债的发行规则及制度进行研究，随后对城投债的利差影响因素进行系统性分析，并在此基础上建立了城投债的定价模型。在发行规则及制度方面，分别从现阶段中国城投债的发行条件、审批流程、承销、上市流通以及监管等环节进行深入分析。在城投债定价方面，研究发现债券信用等级、债券发行规模、债券到期剩余期限、特殊条款、无风险利率期限结构的斜率、GDP同比增长率（季度值）和债券流动性，均对城投债利差有显著影响。

【本章重要问题】

- 城投债的发行条件。
- 城投债的审批流程。
- 城投债的承销商主体资格及承销方式。
- 城投债上市流通的准入条件、审批程序以及信息披露。
- 城投债监管现状及存在的问题。
- 城投债利差影响因素。
- 城投债定价模型的构建。

6.1 城投债的发行与审批

6.1.1 城投债的发行条件

目前中国市场上城投债主要包括城投公司企业债券、城投公司中期票据和城投公司短期融资券，其中以城投公司企业债券为主。截至2009年12月31日，城投公司企业债券规模为2 543.5亿元，占城投债总规模的68%。

由于中国尚没有专门适用于城投债的管理办法，因此中国城投公司一般按照《企业债券管理条例》（国务院令〔1993〕第121号）、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（中国人民银行令〔2008〕第1号）[注]、《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》（NAFMII指引0003）（中国银行间市场交易商协会公告2009年第14号）和《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》（NAFMII指引0004）（中国银行间市场交易商协会公告2009年第14号）来发行债券。因此，城投债的发行、审批与监管等环节与一般企业债券、短期融资券和中期票据并无根本差异。

具体来看，城投公司发行企业债券需满足《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》（发改财金〔2008〕7号）中企业公开发行企业债券应符合的条件；城投公司发行短期融资券需满足《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》（NAFMII指引0003）（中国银行间市场交易商协会公告2009年第14号）中“企业发行短期融资券应遵守国家相关法律法规，短期融资券待偿还余额不得超过企业净资产的40%”的规定；城投公司发行中期

票据需满足《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》（NAFMII指引0004）（中国银行间市场交易商协会公告2009年第14号）中“企业发行中期票据应遵守国家相关法律法规，中期票据待偿还余额不得超过企业净资产的40%”的规定。

表6-1 中国企业债券发行条件

发行条件
① 股份有限公司的净资产不低于人民币 3 000 万元，有限责任公司和其他类型企业的净资产不低于人民币 6 000 万元。
② 累计债券余额不超过企业净资产（不包括少数股东权益）的 40%。
③ 最近 3 年可分配利润（净利润）足以支付企业债券 1 年的利息。
④ 筹集资金的投向符合国家产业政策和行业发展方向，所需相关手续齐全。用于固定资产投资项目的，应符合固定资产投资项目资本金制度的要求，原则上累计发行额不得超过该项目总投资额的 60%。用于收购产权（股权）的，比照该比例执行。用于调整债务结构的，不受该比例限制，但企业应提供银行同意以债还贷的证明；用于补充营运资金的，不超过发债总额的 20%。
⑤ 债券的利率由企业根据市场情况确定，但不得超过国务院限定的利率水平。
⑥ 已发行的企业债券或者其他债务未处于违约或者延迟支付本息的状态。
⑦ 最近 3 年没有重大违法违规行为。

表6-2 我国中期票据发行条件

发行条件
① 发行方是在中华人民共和国境内依法设立的企业法人。
② 具有稳定的偿债资金来源，最近一个会计年度盈利。
③ 流动性良好，具有较强的到期偿债能力。
④ 近 3 年没有违法和重大违规行为。
⑤ 近 3 年发行的中期票据没有延迟支付本息的情形。
⑥ 具有健全的内部管理体系和募集资金的使用偿付管理制度。
⑦ 企业发行中期票据应遵守国家相关法律法规，中期票据待偿还余额不得超过企业净资产的 40%。
⑧ 企业发行中期票据所募集的资金应用于企业生产经营活动，并在发行文件中明确披露具体资金用途。
⑨ 中国人民银行规定的其他条件。

表6-3 我国短期融资券发行条件

发行条件	
企业发行	① 发行方是在中华人民共和国境内依法设立的企业法人。 ② 具有稳定的偿债资金来源，最近一个会计年度盈利。 ③ 流动性良好，具有较强的到期偿债能力。 ④ 发行短期融资券募集的资金用于本企业生产经营。 ⑤ 近3年没有违法和重大违规行为。 ⑥ 近3年发行的短期融资券没有延迟支付本息的情形。 ⑦ 具有健全的内部管理体系和募集资金的使用偿付管理制度。 ⑧ 中国人民银行规定的其他条件。

就目前市场上发行较多的城投公司企业债券而言，在表6-1中的7个条件中，条件①比较容易满足，地方政府或部门在设立城投公司时，都会通过各种方式尽可能提高其注册资金，以提升城投公司的整体实力。而且，对于一个地方政府来讲，6 000万元相对于其拥有的资源来讲，是轻而易举可以做到的。城投公司作为地方政府的融资平台，主要从事公共基础设施建设，因此基本上都符合条件④的要求。而条件⑤至条件⑦主要是一般性原则，都较易满足。而条件②是对城投公司债券发行规模的规定，关系到资金筹集规模；条件③是对城投公司盈利能力的规定，对于盈利能力较弱甚至没有盈利能力的城投公司来说，是其面临的重要难题，直接关系到其债券能否成功发行。因此，在这7个条件中，条件②和条件③是城投债发行中应重点关注的。

尽管城投公司一般都能够满足条件①的规定，但由于目前市场上很多城投公司成立时间都不长，净资产规模一般也都不是很大。因此，根据条件②的规定，地方政府为尽可能多的筹集建设资金，往往会对城投公司进行注资，包括资本金的注入以及运营资产的注入，以此来增强城投公司的融资能力。其中资本金注入主要包括以货币资金出资以及以土地使用权出资两种方式，其目的是为了扩大融资规模，而运营资产的注入主要是为了降低城投公司资产负债率，以提升信用等级。

而对于条件③，规定城投公司最近3年的可分配利润（净利润）足以支付债券一年的利息，这对于部分城投公司来说是很难满足的。由于城投公司主要从事公共基础建设，经营利润一般都很低，很多甚至为负，难以通过自身的经营产生足够的利润和现金流来偿还债券利息。因此，为了满足条件③的规定，地方政府往往会给予城投公司财政补贴，在一些城投公司中，财政补贴已成为其主要利润来源。

6.1.2 城投债的审批流程

在审批程序上，以城投公司企业债券为例，2008年1月2日之前，中国城投债都是采取“先核定规模，后核准发行”的程序操作。

2008年1月2日，国家发改委发布了《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》（发改财金〔2008〕7号），将原来的“先核定规模，后核准发行”两个环节，简化为“直接核准发行”一个环节，大大地简化了城投公司企业债券的审批流程，提高了审批效率。根据规定，在发行的具体申报上，城投企业的申请材料由所在省、自治区、直辖市和计划单列市发展和改革委员会部门转报。

国家发改委受理城投公司发债申请后，依据法律法规及有关文件规定，对申请材料进行审核。符合发债条件并且申请材料齐全的，直接予以核准。申请材料存在不足或需要补充有关材料的，国家发改委会及时向发行人和主承销商提出反馈意见。发行人和主承销商根据反馈意见对申请材料进行补充、修改和完善，重要问题应出具文件进行说明。国家发改委自受理申请之日起3个月内（发行人及主承销商根据反馈意见补充和修改申报材料的时间除外）作出核准或者不予核准的决定。在得到国家发改委批准并经中国人民银行和证监会会签后，城投公司即可进行具体的债券发行工作。

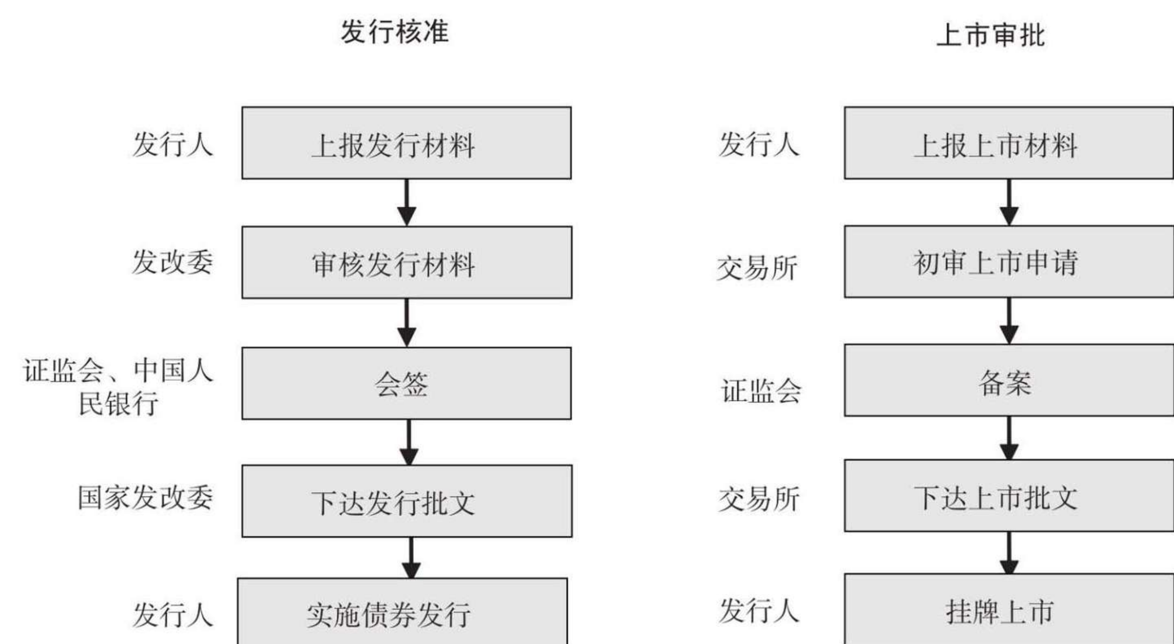


图6-1 企业债券核准流程

表6-4 城投债发行参与中介机构主要职责

机　构	职　责
主承销商	① 协调各中介机构开展尽职调查。 ② 牵头准备发行申请文件。 ③ 进行债券市场调查，设计债券发行方案。 ④ 协助发行人进行债券报批工作，协助发行人与监管部门沟通。 ⑤ 策划债券宣传方案，安排路演推介工作。 ⑥ 组建承销团，领导承销团进行债券销售，并承担余额包销责任。
信用评级机构	① 出具债券评级报告。 ② 进行债券存续期间的跟踪评级。
审计机构	① 审计发行人最近 3 年财务报表，出具审计报告。 ② 完成发行人的财务尽职调查。
发行人律师	① 就债券的发行、上市出具法律意见书和律师工作报告。 ② 完成发行人的法律尽职调查。
承销商律师	为承销团提供法律咨询。
资产评估事务所	对发行人为债券提供的抵押资产进行评估。
受托管理人	在债券存续期限内，依照协议的约定维护债券持有人的利益。

根据《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》（发改财金〔2008〕7号）的规定，城投公司

发行企业债券申请材料主要包括：（1）国务院行业管理部门或省级发展改革部门转报城投公司发行企业债券申请材料的文件；（2）发行人关于本次债券发行的申请报告；（3）主承销商对发行本次债券的推荐意见（包括内审表）；（4）债券发行可行性研究报告，包括债券资金用途、发行风险说明和偿债能力分析等；（5）发债资金投向的有关原始合法文件；（6）发行人最近3年的财务报告和审计报告（连审）及最近一期的财务报告；（7）担保人最近一年财务报告和审计报告及最近一期的财务报告（如有）；（8）债券募集说明书；（9）债券募集说明书摘要；（10）承销协议；（11）承销团协议；（12）第三方担保函（如有）；（13）资产抵押有关文件（如有）；（14）信用评级报告；（15）法律意见书；（16）发行人《企业法人营业执照》（副本）复印件；（17）中介机构从业资格证书复印件；（18）本次债券发行有关机构联系方式；（19）国家发改委要求提供的其他文件。

---

1. 2008年4月15日之前，中国城投公司短期融资券按照《短期融资券管理办法》（中国人民银行令〔2005〕第2号）进行操作；2008年4月15日起，中国人民银行开始执行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（中国人民银行令〔2008〕第1号），同时废止了《短期融资券管理办法》（中国人民银行令〔2005〕第2号）。

6.2 城投债的承销与上市

6.2.1 城投债的承销

城投公司发行债券应当由具有承销资格的证券经营机构承销，非证券经营机构、城投公司和个人不得经营城投债的承销和转让业务。主承销商由城投公司自主选择。需要组织承销团的，由主承销商组织承销团。证券经营机构承销城投债，应当对城投公司的发行章程和其他有关文件的真实性、准确性和完整性进行核查；发现有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，不得进行销售活动；已经销售的，必须立即停止销售活动，并采取纠正措施。

6.2.1.1 承销机构的主体资格

根据《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令第43号）的规定，具有承销资格的证券经营机构应满足以下条件：（1）经国务院证券监督管理机构批准；（2）注册资本最低限额为人民币1亿元。

根据《国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》（发改财金〔2004〕1134号），证券经营机构担任主承销商或副主承销商的，还须满足以下条件：（1）已经承担过2000年以后下达规模的企业债券发行主承销商，或累计承担过3次以上副主承销商的金融机构，方可担任主承销商；（2）已经承担过2000年以后下达规模的企业债券发行副主承销商，或累计承担过3次以上分销商的金融机

构，方可担任副主承销商；（3）企业集团财务公司可以承销本集团发行的企业债券，但不宜作为主承销商。

6.2.1.2 承销方式

承销商代理城投公司发行债券，可以采取代销、余额包销和全额包销方式。

（1）代销：承销商不承担发行风险，在发行期内将所收债券款按约定日期划付给发行人，在发行期结束后承销商将未售出债券全部退还给发行人。

（2）包销：包销又分为余额包销和全额包销。采取余额包销的方式时，承销商承担债券发行的部分风险，在规定的发售期结束后，承销商将未售出的债券全部买入。采取全额包销的方式时，承销商承担债券发行的全部风险，无论债券销售情况如何，承销商都应在债券公开发行后的约定时间将债券全部买入，并同时将债券款全额划付发行人。根据《国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》（发改财金〔2004〕1134号），城投公司企业债券发行采用包销方式的，各承销商包销的债券金额原则上不得超过其上年末净资产的1/3。

（3）承销团：承销商承销拟公开发行的债券票面总金额超过人民币5 000万元的，应当组织承销团，承销团由两家以上承销机构组成。主承销人应当与其他承销人签署承销团协议。

6.2.2 城投债的上市流通

6.2.2.1 城投债在交易所市场的上市流通

1.准入条件

上海证券交易所和深圳证券交易所分别制定了《上海证券交易所公司债券上市规则》(注)和《深圳证券交易所公司债券上市规则》(注)，对企业债券的上市条件进行了规定，并且对满足上市条件的企业债券根据其资信等级和其他指标对其上市交易实行分类管理，对于不能同时满足分类管理条件的债券，只能通过固定收益证券综合电子平台（上海证券交易所）或综合协议交易平台（深圳证券交易所）进行上市交易，见表6-5。

表6-5 上海证券交易所和深圳证券交易所对企业债券上市的条件限制

类　别	上海证券交易所	深圳证券交易所
上市条件	① 经有权部门批准并发行。	① 债券经证监会或国务院授权的部门核准或者批准并公开发行。
	② 债券的期限为1年以上。	② 债券期限为1年以上。
	③ 债券的实际发行额不少于人民币5 000万元。	③ 债券实际发行额不少于人民币5 000万元。
	④ 债券须经资信评级机构评级，且债券的信用级别良好。	④ 债券须经资信评级机构评级，且债券的信用级别良好。
	⑤ 申请债券上市时仍符合法定的公司债券发行条件。	⑤ 发行人申请债券上市时仍符合法定的债券发行条件。
	⑥ 本所规定的其他条件。	⑥ 本所规定的其他条件。

类　别	上海证券交易所	深圳证券交易所
分类管理条件	① 发行人的债项评级不低于 AA。	① 债券须经资信评级机构评级，且债券信用评级达到 AA 级及以上。
	② 债券上市前，发行人最近一期末的净资产不低于 15 亿元人民币。	② 本次债券发行前，发行人最近一期末的资产负债率不高于 70%，集合形式发行债券的，所有发行人加权平均资产负债率不高于 70%。
	③ 债券上市前，发行人最近 3 个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券 1 年利息的 1.5 倍。	③ 发行人最近 3 个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券 1 年利息的 1.5 倍，集合形式发行的债券，所有发行人最近 3 个会计年度实现的加总年均可分配利润不少于债券 1 年利息的 1.5 倍。
	④ 本所规定的其他条件。	④ 本所规定的其他条件。

2.上市申请

城投公司企业债券申请在证券交易所市场上市须向证券交易所提交的文件见表6-6。

中国对债券上市实行上市推荐人制度，债券申请上市，必须由1～2个证券交易所认可的机构推荐并出具上市推荐书。根据《上海证券交易所公司债券上市交易规则》和《深圳证券交易所公司债券上市交易规则》，上市推荐人应当符合下列条件：（1）上海（深圳）证券交易所会员或其认可的其他机构；（2）最近一年内无重大违法违规行为；（3）负责推荐工作的主要业务人员应当熟悉本所章程及相关业务规则；（4）本所认为应当具备的其他条件。

上市推荐人应当保证发行人的上市申请材料、上市公告书及其他有关宣传资料没有虚假、误导性陈述或者重大遗漏，并保证对其承担连带责任。上市推荐人不得利用其在上市推荐过程中获得的内幕信息进行内幕交易，为自己或他人牟取利益。

表6-6 公司债券在交易所上市和交易的条件

上海证券交易所	深圳证券交易所
① 债券上市申请书。	① 债券上市申请书。
② 国家发改委批准债券发行的文件。	② 国家发改委批准债券发行的文件。
③ 同意债券上市的决议。	③ 申请债券上市的董事会决议或有权决策部门决议。
④ 上市推荐书。	④ 公司章程。
⑤ 公司章程。	⑤ 发行人营业执照。
⑥ 发行人营业执照。	⑥ 债券募集说明书及相关发行公告。
⑦ 债券募集办法、发行公告及发行情况报告。	⑦ 上市推荐书。
⑧ 债券资信评级报告及跟踪评级安排说明。	⑧ 债券公告书。
⑨ 债券实际募集数额的相关证明文件。	⑨ 债券承销协议。
⑩ 债券公告书。	⑩ 债券募集资金证明文件。
⑪ 具有证券从业资格的会计师事务所出具的审计报告。	⑪ 证券交易所指定登记结算机构出具的登记托管证明文件。
⑫ 担保人近 3 年资信情况与担保协议（如有）。	⑫ 具有证券从业资格的会计师事务所出具的最近3年审计报告，或财政主管机关的有关批复。
⑬ 发行人最近 3 年是否存在违法和重大违规行为的说明。	⑬ 律师事务所出具的关于本次债券发行和上市的法律意见书。
⑭ 债券持有人名册及债券托管情况说明。	⑭ 债券资信评级报告及跟踪评级安排说明。
⑮ 上海证券交易所要求的其他文件。	⑮ 担保协议及担保人资信情况说明（如有）。
	⑯ 债券受托管理协议（如有）。
	⑰ 债券持有人会议规则（如有）。
	⑱ 深圳证券交易所要求的其他文件。

3.上市核准

债券申请在证券交易所上市的，由证券交易所核准。证券交易所设立的上市委员会对债券上市申请进行审核，作出独立的专业判断并

形成审核意见，证券交易所根据上市委员会意见作出是否同意上市的决定。

债券发行人在提出上市申请至其债券核准上市前，未经证券交易所同意，不得擅自披露有关信息。发行人和上市推荐人必须在债券上市交易前完成上市债券在交易所指定托管机构的托管工作，并将债券持有人名册核对无误后报送证券交易所指定托管机构。发行人和上市推荐人对该名册的准确性负全部责任。

发行人应当在债券上市交易前在证监会指定的信息披露报刊或/及证券交易所网站上公告债券上市公告书，并将上市公告书、核准文件及有关上市申请文件置备于指定场所供公众查阅。

债券上市前，发行人应与证券交易所签订上市协议。

4.信息披露

（1）债券上市后发行人须披露以下信息：①定期报告，包括年度报告和中期报告；②临时报告，定期报告以外的其他报告。

（2）发行人的报告在披露前须在证券交易所进行登记。证券交易所对定期报告实行事后审查，对临时报告实行事前审查，是形式审查，对其内容不承担责任。

（3）发行人信息在正式披露前，发行人董事会及董事会全体成员及其他知情人，有直接责任确保将该信息的知悉者控制在最小范围内。在公告前不得泄漏其内容。公开披露的信息应在至少一种证监会指定的报刊上予以公告，其他公共传媒披露的信息不得先于指定报刊。发行人不能以新闻发布或答记者问等形式代替信息披露义务。

（4）发行人公开披露的信息涉及财务会计、法律和资产评估等事项的，应当由具有从事证券业务资格的会计师事务所、律师事务所和

资产评估机构等专业性中介机构审查验证，并出具书面意见。

（5）如发行人有充分理由认为披露有关的信息内容会损害企业的利益，且不公布也不会导致债券市场价格重大变动的，经证券交易所同意，可以不予公布。

（6）发行人认为根据国家有关法律法规不得披露的事项，应当向证券交易所报告，并陈述不宜披露的理由；经证券交易所同意，可免予披露该内容。

6.2.2.2 城投债在银行间债券市场的上市流通

1.准入条件

根据中国人民银行发布的《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》（中国人民银行公告〔2009〕第1号），城投债在银行间债券市场上市流通应符合的条件见表6-7。

表6-7 中国银行间债券市场交易流通条件

交易流通条件
① 债券依法公开发行。
② 债权债务关系确立并登记完毕。
③ 具有较完善的治理结构和机制，申请前两年没有重大违法、违规行为。
④ 单个投资人持有量不超过该期债券发行量的 30% 。
⑤ 中国人民银行规定的其他条件。

2.审批程序

中央国债登记结算有限责任公司和全国银行间同业拆借中心按照表6-7中的交易流通条件，对要求进入银行间债券市场交易流通的债券进行甄选，符合条件的，确定其交易流通要素，在其债权和债务登记日后5个工作日安排其交易流通。

发行人应向中央国债登记结算有限责任公司提交以下材料：（1）主管部门批准债券发行的文件；（2）债券募集办法或发行章程；（3）债券持有量排名前30名的持有人名册（持有人不足30人的，为实际持有人名册）；（4）发行人近两年经审计的财务报告和涉及发行人的重大诉讼事项说明；（5）债券信用评级报告及其跟踪评级安排的说明、担保人资信情况说明及担保协议（如属担保发行）；（6）近两年是否有违法和重大行为的说明。发行人应在其发行的债券进入银行间债券市场交易流通后的3个工作日内，向市场投资者披露上述材料的第（2）项和第（4）～（6）项内容。

3.信息披露

在债券交易流通期间，发行人应在每年6月30日前向市场投资者披露上一年度的年度报告和信用跟踪评级报告。发行人发生主体变更，或经营、财务状况出现重大变化等重大事件时，应在第一时间向市场投资者公告，并向中国人民银行报告。发行人的信息披露应通过中国货币网、中国债券信息网或《金融时报》、《中国证券报》进行，并保证其披露信息的真实、准确和完整，不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

中央国债登记结算有限责任公司应在安排债券交易流通后的5个工作日内，向中国人民银行书面报告公司债券交易流通审核情况。在每季度结束后的10个工作日内，向中国人民银行提交该季度债券托管结算情况的书面报告（书面报告应包括债券总体托管、跨市场转托管、结算、非交易过户以及交易流通核准情况等内容）。

6.2.2.3 城投债上市流通现状

银行间债券市场是城投债的主要交易场所。从2007年至2010年6月30日间上市的200期城投债来看，所有城投债都选择了在银行间债券市场上市流通，其中有55期选择了同时在银行间债券市场和证券交易所

上市流通，而没有城投债仅选择在证券交易所上市流通。笔者认为，这主要是由于银行间债券市场主要由商业银行和保险公司等大型机构投资者构成，需求远远大于证券交易所市场。

表6-8 2007年至2010年6月30日城投债交易场所分布

交易场所	期数（期）	占　比
银行间债券市场	145	72.50%
银行间债券市场、上海证券交易所	43	21.50%
银行间债券市场、深圳证券交易所	12	6.00%
合计	200	100%

---

1. 未找到具体文号，下同。
2. 未找到具体文号，下同。

6.3 城投债的监管

6.3.1 主要监管部门

在监管方面，目前中国不同类型的城投债由不同的监管部门监管，其中城投公司企业债券主要由国家发改委监管，采取核准制；而城投公司中期票据和短期融资券主要由中国人民银行监管，采取注册制。目前，在审批和发行过程中，国家发改委、中国人民银行、证监会、证券交易所和银行间债券市场在发行定价和上市流通的审批中起着重要的监管作用，详见表6-9。

表6-9 城投债审批发行监管体系

部门	内容	阶段
国家发改委	发行额度及发行方案	核准发行
中国人民银行	发行方案（包括年期、利率等）	发行方案审批
证监会	审核承销团成员的承销资格/审核企业债券的上市申报材料	发行方案审批/上市阶段
证券交易所和银行间债券市场	信息披露及持续性义务	上市阶段

6.3.2 主要监管制度

中国适应于城投债的主要监管制度包括《中华人民共和国公司法》（中华人民共和国主席令第42号）、《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令第43号）、《企业债券管理条例》（国务院令〔1993〕第121号）、《全国银行间债券市场债券交易流通审核规则》（中国人民银行公告〔2009〕第1号）、《全国银行间债券市场债

券交易管理办法》（中国人民银行令〔2000〕第2号）、《银行间债券市场债券发行现场管理规则》（银发〔2002〕199号）、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（中国人民银行令〔2008〕第1号）、《银行间债券市场非金融企业短期融资券业务指引》（NAFMII指引0003）（中国银行间市场交易商协会公告2009年第14号）、《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》（NAFMII指引0004）（中国银行间市场交易商协会公告2009年第14号）、《国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》（发改财金〔2004〕1134号）、《国家发展改革委关于推进企业债券市场发债、简化发行核准程序有关事项的通知》（发改财金〔2008〕7号）、《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》（保监发〔2005〕72号）、《关于增加保险机构债券投资品种的通知》（保监发〔2009〕42号）、《上海证券交易所企业债券上市交易规则》和《深圳证券交易所企业债券上市交易规则》。这些制度对发行、审批、上市、流通、投资和信息披露等环节进行了详细规定。

6.4 城投债的定价

6.4.1 城投债利差影响因素

一般情况下，信用债券的到期收益率高于相同期限的无风险债券的到期收益率，两者的差额称为“债券利差”，其中无风险债券一般以国债代替。债券利差包含了对信用风险、流动性风险和税收等的补偿。国债没有信用风险且流动性较好，并且国债利息是免征个人所得税的。而信用债券的发行主体是企业，因此有着信用风险和相对较差的流动性，并且个人投资者购买企业债券所获得的利息需要缴纳个人所得税。因此，信用债券利差包含了信用价差、流动性溢价和对税收的补偿。下面对利差的3个组成部分进行具体阐述：

1.信用价差

债券利差中对信用风险进行补偿的部分称为信用价差（Credit Spread）。信用价差是指信用风险较高债券一般拥有比信用风险较低债券更高的收益率，以这部分收益率来补偿投资者承担的额外风险。本节中的信用价差指城投债券信用风险高于国债部分的收益率补偿。

信用风险是指由于借款人、证券发行人或市场交易对方违约而导致损失的可能性，以及由于借款人、证券发行人或市场交易对方的信用评级的变动和履约能力的变化，导致其债务的市场价值变动而引起损失的可能性。根据信用风险的含义可以看出它由两部分组成：一是违约风险（Default Risk），指交易一方不愿或无力支付约定款项致使交易另一方遭受损失的可能性；二是信用价差风险（Credit Spread

Risk），指由于借款人信用品质的变化导致其债务市场价值的变化而引起的损失。一般而言，为了判断债券的信用风险定价是否合理，总是以债券的信用价差作为衡量基准。在债券的违约发生之前，信用价差的变化将揭示债券的信用风险的变化以及由此而导致的损失。因此从信用风险的定义可知，信用风险的大小主要取决于交易对手的财务状况和风险状况。

2.流动性溢价

债券利差中用来补偿流动性风险的部分为流动性价差，又称流动性溢价（Liquidity Premium）。本节中的流动性溢价是指由于城投债券的流动性较之国债而言表现为流动性不足，投资者为了弥补这种流动性的不足，必然会要求较高的收益。这部分高出的收益率，即为流动性溢价。

一个流动性好的市场包括以下几个部分：第一，市场参与者能以较低的交易成本进行交易；第二，市场交易者能以合理的价格进行交易；第三，市场的参与者能够迅速进行大量交易，并且交易后对价格的影响不大。在完美市场中，企业债券利差主要表现为信用价差。然而在中国，由于中国信用债券市场发展严重滞后，信用债券市场流动性较差，因而流动性溢价成为了信用债券信用利差的重要组成部分之一。

3.税收补偿

债券利差的第三个重要组成部分是税收补偿。一般来说，投资信用债券所取得的利息是要纳税的，而投资国债的收益却不必纳税，因此投资者投资信用债券需要更高的收益以补偿税收支出。这部分用于弥补税收支出的收益率就是税收对利差的解释部分。

如在美国各州的公司债券纳税范围大致在5%～10%之间。Elton（2001）发现，差别税收比预期违约损失对价差具有更重要的影响，因为税收占企业债和国债之间差异的更大部分，他根据平均税率4.875%进行实证研究，发现税收因素大致可以解释利差的28%～73%。

在中国，国债利息免征个人所得税，而信用债券利息需征收个人所得税（除了部分免税的企业债券外），即个人投资者无论是在一级发行市场还是在二级市场购买企业债券，持有到期后取得的利息收入均应缴纳20%的个人所得税，税款由兑付利息的机构代扣代缴。因此，征收的利息所得税直接构成了信用价差的组成因素之一。但是，机构投资者只需要按其利润缴纳所得税，不需要缴纳利息税，个人投资者可以通过在付息前交易来避税，因此本文中暂不考虑利息税对利差的影响。

6.4.1.1 影响因素分析

1.城投债利差信用风险影响因素分析

（1）微观影响因素分析。

城投债根据其自身设计因素的不同，存在着不同的信用风险，不同的信用风险必将导致不同的利差。这些因素主要包括发行规模、发行期限、特殊条款、有无担保以及债券信用等级等。

①债券信用等级。

债券信用等级的高低与债券发行利率之间存在着明显的相关关系，债券信用等级越高，发行利率越低；反之，债券信用等级越低，发行利率越高。因此，债券信用等级是城投债定价的重要因素。在成

熟的市场经济条件下，对城投债进行信用评级是由独立、客观和公正的评级机构在不受政府其他部门行为约束的情况下独立完成的。

假设1：债券信用等级与城投债利差负相关。

②发行规模。

债券发行规模越大，一方面债券的流通盘越大，参与债券交易的投资者人数和次数也越多；另一方面，发债规模越大也表明公司实力越强，越容易得到市场的认可，从而导致债券的流动性越好。由此可知，债券发行规模会通过影响债券流动性来影响债券利差。

假设2：发行规模与城投债利差负相关。

③到期剩余时间。

对于到期剩余时间对债券利差的影响，理论界并没有得出统一的结论。在默顿模型中，债券的信用价差CS可表示为：

$$CS(h, \sigma_v, Tn) = -\frac{1}{Tn}\log\left[N(d_2) + \frac{1}{h}N(-d_1)\right] \tag{6.1}$$

其中，$d_1 = \dfrac{\frac{1}{2}\sigma_v Tn - \ln(h)}{\sigma_v \times \sqrt{Tn}}$

$d_2 = d_1 - \sigma_v \times \sqrt{Tn}$

h——债券发行人的准财务比

σ_v——企业资产的波动性

Tn——债券到期剩余时间

从式（6.1）中可以看出，债券利差CS和债券到期剩余时间Tn之间的关系是比较复杂的，Tn对CS的作用方向和符号并不容易确定。不过按照直观的理解，准财务杠杆和资产价值波动率给定时，债券的剩余

时间*Tn*越长，未来的不确定性越大，债券收益率的波动也会越大。出于对这种不确定性的弥补，债券利差*CS*将会更大。

假设3：到期剩余期限与城投债利差正相关。

④特殊条款。

中国上市交易的城投债的特殊条款主要有，投资者回售条款和发行人赎回条款。回售条款是指债券附加条款中规定债券持有人可按事先约定的条件和价格，将所持债券回售给上市公司。设置回售条款可以保护债券投资人的利益，可以使投资者具有安全感，即相当于该债券持有人获得了一份看跌期权。从理论上说，具有回售条款的债券的违约可能性较小，信用风险较低，因此将具有较低的收益率，即利差较小。赎回条款是指债券的发行企业可以在债券到期日之前提前赎回债券的规定，条款包括下列内容：不可赎回期、赎回期、赎回价格和赎回条件等。赎回条款主要是保证了债券发行者的利益，相当于债券持有人卖出了一份看涨期权。因此，债券持有人会要求更高的收益率，则债券的利差会较大。

假设4：在其他条件相同的情况下，设有投资者回售条款的城投债利差小于没有设特殊条款的城投债利差。

⑤有无第三方担保。

根据《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会〔2005〕第72号）和《关于增加保险机构债券投资品种的通知》（保监发〔2009〕42号）的规定，保险机构不能购买除AAA级以外的无担保企业（公司）债券。由于保险机构是中国城投债的最主要投资者，因此，有第三方进行担保的债券由于有保险机构的购买，债券市场需求较大，同时流动性也较强，因而利差将较小。

假设5：在其他条件相同的情况下，有第三方担保的城投债利差小于没有第三方担保的城投债利差。

⑥无风险利率期限结构的斜率。

根据Longstaff和Schwartz的理论，无风险利率通过改变公司资产价值过程的漂移对利差产生影响。当无风险利率升高时，宏观经济繁荣，公司资产价值上升，从而公司违约可能降低，其发行债券的利差减小；反之，当无风险利率降低时，宏观经济衰退，公司资产价值下降，公司的违约概率上升，从而其发行债券的利差升高。Cuffee（1998）在考察了公司债券利差与无风险利率之间的关系，用长短期无风险利差来表示利率期限结构，结果表明企业债券的利差与无风险利率水平及其期限均为负相关。

假设6：无风险利率期限结构的斜率与城投债利差负相关。

（2）宏观影响因素分析。

Altman（1990）利用一组宏观经济变化率的表征指标来验证宏观经济变量与信用价差的关系。他选取的指标包括实际GDP、货币供应量和标准普尔指数等。研究发现这些经济变量与公司经营失败之间存在着负相关性，而这种公司经营失败又与公司债券的信用价差呈正相关性，因此可以得出这些指标与信用价差存在着负相关性。Atnanassakos和Carayannopoulos（2001）在控制违约风险、税收因素以及发行特征等各种因素影响的情况下，检验了不同行业债券利差与商业周期之间的关系，发现了商业周期对不同行业债券利差的影响，结果显示在衰退期间工业和交通债券的利差较大，而能源行业债券利差较小，说明利差受商业周期和发行人所处行业因素影响。此外，Guha和Hiris（2002）的研究表明信用价差具有反周期性，即处于繁荣的蓬勃发展周期中的企业债券的信用价差会相对较低；反之，在经济萧条时，信用价差较高。这是因为在繁荣的经济周期中，债券的发行主体

的经营环境较好，违约的可能性就会相对降低，因此其发行企业债券的信用价差必然减少。相反，在经济萧条的时候，企业的经营就相对较差，违约的可能性就大大提高，从而提高了企业债券的信用价差。综合来看，经济周期也是影响城投债利差的重要因素之一。

假设7：宏观经济景气度与债券利差负相关。

2.城投债利差流动性风险影响因素分析

城投债利差的另一组成部分是流动性溢价，是用来补偿城投债相对于国债的流动性不足的。一般来说，国债的流动性相对较好，而城投债由于自身和市场的原因，造成了城投债的流动性较差，从而产生了流动性溢价，进而影响城投债的利差。其中市场方面的因素主要是市场交易机制、市场交易成本和交易者行为等。

假设8：城投债流动性与利差负相关。

6.4.1.2 变量设计及模型构建

1.变量设计

（1）被解释变量——利差。

本节中的被解释变量为城投债利差，即城投债收益率高出相同时期相同期限国债收益率的部分。计算方法如下：首先计算复利下的企业债券到期收益率和相同到期剩余时间的国债到期收益率，两者之差即为城投债利差，其计算公式如下：

$$YS_{Tn} = y_{Tn} - r_{Tn} \tag{6.2}$$

其中，YS_{Tn}为到期剩余时间为Tn的城投债利差，y_{Tn}为到期剩余时间为Tn的城投债的到期收益率，r_{Tn}为到期剩余时间为Tn的国债的到期

收益率。

城投债到期收益率YS_{Tn}的计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^{n} \frac{CF_i}{(1 + YS_{Tn})^{T_i}} \tag{6.3}$$

其中，CF_i为城投债第i期的现金流，现金流的支付时间为T_i，（i＝1，2，…，n）；城投债的市场价格为P。

国债到期收益率采用中国债券信息网中债收益率曲线中的中国固定利率国债收益率曲线数据。

（2）解释变量。

①债券信用等级。

债券信用等级CR采用城投债募集说明书中所公布的债券信用等级，当债券信用等级为AAA级时，CR赋值为3；当债券信用等级为AA＋级时，CR赋值为2；当债券信用等级为AA级时，CR赋值为1。

②发行规模：为城投债发行的总规模，用$Size$表示。

③到期剩余时间：为城投债离到期所剩余的时间，用Tn表示。

④特殊条款。

指城投债是否设投资者回售选择权，用SI表示。若设了投资者回售选择权，则SI取1，否则取0。

⑤有无第三方担保。

设为虚拟变量，用GB表示。若有第三方担保，GB取1，否则GB取0。

⑥无风险利率期限结构的斜率。

用ΔLL表示，计算公式为：中国债券信息网中债收益率曲线中的中国固定利率国债收益率曲线中到期剩余年限10年与1年期收益率之差与1年期收益率之比。

⑦宏观影响因素：选取GDP同比增长率（季度值）和货币供应量（M2月度环比增长率）来衡量经济周期对城投债利差的影响。

⑧债券流动性。

流动性是指市场参与者能够迅速进行一定数量的金融交易，并且不会导致金融资产价格发生显著波动的市场交易能力。从市场流动性的定义可以看出，一个市场的流动性体现在以下三个重要方面：（a）在时间上是否能够即时进行交易，即流动性的时间维度；（b）交易成本的大小，即流动性的价格维度；（c）大量交易对价格的影响程度，即流动性的数量维度。流动性好的市场，通常被认为即使是大交易量，也能够在市场上即时成交，且不会导致价格的显著变动，交易者为即时交易所付出的流动性溢价，即交易成本较低的市场。

根据Harris（1990）的观点，流动性主要体现在四个方面：（a）市场宽度（Width），即交易价格偏离市场有效价格的程度，是投资者为快速获得流动性而支付的流动性升水，常用价差来表示，当价差为零时，市场达到完全的流动性，这是从价格维度反映市场的流动性；（b）市场深度（Depth），即不影响当前交易价格的成交量，从市场深度层面分析，流动性好意味着在当前价格下投资者可以大量买入或抛出证券，是从交易量维度反映市场流动性；（c）市场弹性（Resiliency），即由交易引起的价格波动消失的速度，或者是委托簿

上买单量与卖单量之间不平衡的调整速度；（d）市场及时性（Immediacy），即一定量的证券在对价格影响一定的条件下达成交易所需要的时间，这是从时间维度反映市场的流动性。

根据不同市场交易制度，流动性测度指标可分成两大类：一类是基于报价驱动（Quote-Driven）市场或做市商（Market Maker）市场的流动性测度指标；另一类是基于指令驱动（Order-Driven）市场或竞价市场（Auction Market）的流动性测度指标。

表6-10 各种流动性度量指标的侧重点及使用范围

流动性指标	具体指标	侧重点	适用的交易制度
价差指标	有效价差、实现价差、定位价差、对数价差	宽度	做市商
交易对价格冲击为基础的流动性衡量方法	Kyle 模型、Glosten-Harris 模型等	宽度、深度	竞价市场、做市商
以流动比率为基础的流动性衡量方法	Amivest 流动性比率、Martin 指标、Hui-Heubel 指标、Marsh-Rock 指标	宽度、深度、弹性	竞价市场、做市商
基于时间的流动性度量	方差比率、成交比率	及时性	竞价市场、做市商

从国内外既有的研究成果来看，尚未发现单个流动性测度指标可以完整地描述债券市场流动性变化。这些指标之间存在一定的相关性，分别从不同角度衡量市场流动性的三个方面。从理论界的研究来看，对宽度和深度的研究最多。

基于价差指标无法作为流动性指标衡量指令驱动交易制度债券市场的流动性水平，而及时性和弹性指标用于中国债券市场流动性水平的研究较少，因此，笔者采用流动性比率衡量债券的流动性水平。

$$Amivest = \frac{\sum_{t=1}^{n} p_{it} q_{it}}{\sum_{t=1}^{n} |p_{it} - p_{it-1}|} \quad (6.4)$$

其中：p_{it}表示t日债券i的收盘价；q_{it}表示t日债券i的交易量；$\sum_{t=1}^{n} |p_{it} - p_{it-1}|$表示一定时间内债券$i$的价格变化绝对比率的总和。

纳斯达克市场采用*Amivest*流动性比率作为衡量市场流动性的指标之一，*Amivest*流动性比率越高，表示流动性越好。笔者拟采用上市后5个交易日的数据（即一周的数据）来计算t日的*Amivest*流动性比率。

2.模型构建

根据上述分析，笔者构建了如下模型来检验中国城投债利差影响因素：

$$YS_{Tn} = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 Size + \beta_3 Tn + \beta_4 SI + \beta_5 GB + \beta_6 \Delta LL + \beta_7 GDP + \beta_8 M2 + \beta_9 \ln Amivest + \xi \quad (6.5)$$

6.4.1.3 样本选择

在本节中，笔者选取2006年1月1日至2010年3月31日在证券交易所（含上海证券交易所和深圳证券交易所）上市的城投公司企业债券为研究样本。未选择2006年之前的样本，主要是由于无法获得2006年之前的国债无风险利率数据。在剔除了无效样本和数据不全样本之后，一共取得72个研究样本。研究样本的数据来源于Wind资讯和中国债券信息网，各指标描述性统计见表6-11。

表6-11 变量描述性统计

变　量	最小值	最大值	平均值	标准差
YS_{Tn}	0.270	5.890	3.067	1.132
CR	1.000	3.000	1.819	0.757
Size	5.000	25.000	14.171	5.228
Tn	3.000	15.000	7.125	1.830
SI	0.000	1.000	0.806	0.399
GB	0.000	1.000	0.333	0.475
ΔLL	0.080	2.400	1.529	0.709
GDP	0.062	0.128	0.083	0.019
M2	0.001	0.047	0.022	0.015
lnAmivest	5.072	16.763	12.632	2.889

6.4.1.4 实证结果与分析

表6-12为城投债利差影响因素的回归结果，从实证结果来看，债券信用等级、债券发行规模、债券到期剩余期限、特殊条款、无风险利率期限结构的斜率、GDP同比增长率（季度值）和债券流动性均对城投债利差有显著的影响。

具体来看，城投债信用等级与利差在10%的水平上显著负相关，与假设1相一致。表明债券信用等级越高，城投债违约的可能性越小，投资者要求的风险溢价也就越小。

城投债发行规模与利差在10%的水平上显著负相关，与假设2相一致。表明发债规模越大，利差越小。笔者认为主要是由于目前中国大部分企业均采取最大限度（净资产的40%）发行债券，因此，在同一信用等级下，发债规模越大，表明公司净资产规模越大，越容易得到市场的认可，流动性越好，所以利差越小。

城投债到期剩余期限与利差在5%的水平上显著正相关，与假设3相一致。表明到期剩余期限越长，未来的不确定性越大，因此投资者要求更高的风险溢价。

本节研究结果发现，城投债特殊条款会对利差产生非常显著的影响，在其他条件相同的情况下，设有投资者回售条款的城投债利差在1%的水平上显著低于没有设投资者回售条款的城投债的利差，与假设4相一致。

无风险利率期限结构的斜率与城投债利差在10%的水平上显著正相关，与假设6不相一致。

宏观经济指标GDP增长率与城投债利差在10%的水平上显著正相关，而货币供应量虽然与城投债利差负相关，但不显著，与假设7不相一致。

城投债流动性与利差在1%的水平上显著负相关，与假设8相一致。表明城投债流动性越强，在市场上转让的风险越小，投资者要求的风险溢价也相应降低。

表6-12 城投债利差影响因素回归结果

	非标准化系数		标准化系数	t 值	Sig.
	回归系数	标准误差	标准回归系数		
(Constant)	4.064	1.070		3.798	0.000
CR	-0.262	0.153	-0.176	-1.714	0.092
Size	-0.040	0.022	-0.188	-1.800	0.077
Tn	0.159	0.062	0.224	2.582	0.012
SI	-1.092	0.274	-0.399	-3.988	0.000
GB	0.221	0.244	0.094	0.905	0.369
ΔLL	0.271	0.141	0.176	1.923	0.059
GDP	11.504	6.690	0.181	1.720	0.091
M2	-3.924	7.272	-0.053	-0.540	0.592
lnAmivest	-0.118	0.036	-0.305	-3.254	0.002
F 值			9.126		
调整后 R^2			0.515		

6.4.2 城投债利差定价模型

1.可行性检验

笔者欲通过因子分析的方法建立城投债利差定价模型，因此首先须检验因子分析方法的可行性，检验结果见表6-13。检验结果显示，WKMO测度值为0.519＞0.5，同时巴特利球体检验的x^2统计量显著性概率为0.000，即认为数据具有相关性，说明适合做因子分析。

表6-13 KMO测度和巴特利球体检验结果

KMO	0. 519	
巴特利球体检验	近似χ^2	159. 066
	自由度	45
	Sig.	0. 000

2.计算特征根及因子载荷

通过主成分分析法（Principal Components）可计算出特征根、方差贡献率和累积贡献率，结果见表6-14。从主成分分析结果可以看出，一共得到5个公共因子，分别命名为f_1、f_2、f_3、f_4和f_5。这5个公共因子共解释了总体77.092%的方差。

表6-14 总方差分解表

成分	特征值			旋转后负载平方和		
	总计	方差百分比（%）	累积百分比（%）	总计	方差百分比（%）	累积百分比（%）
1	1. 908	21. 197	21. 197	1. 704	18. 935	18. 935
2	1. 683	18. 701	39. 897	1. 520	16. 894	35. 829
3	1. 188	13. 196	53. 094	1. 487	16. 527	52. 356
4	1. 120	12. 443	65. 537	1. 159	12. 875	65. 231
5	1. 040	11. 556	77. 092	1. 068	11. 861	77. 092
6	0. 757	8. 409	85. 502			
7	0. 552	6. 138	91. 640			
8	0. 442	4. 914	96. 554			
9	0. 310	3. 446	100. 000			

表6-15是采用主成分分析法计算出的旋转后的因子载荷矩阵。由该矩阵可以看出，公共因子f_1在宏观经济指标GDP同比增长率和货币供应量M2上有较大的负荷；公共因子f_2在债券信用级别CR和债券发行规模Size两个微观影响指标上有较大的负荷；公共因子f_3在特殊条款SI和有无第三方担保GB两个微观影响指标上有较大的负荷；公共因子f_4在无风险利率期限结构的斜率ΔLL和流动性指标lnAmivest上有较大的负荷；公共因子f_5在债券剩余期限Tn上有较大的负荷。

表6-15 旋转后的因子载荷矩阵

变量	因子				
	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5
CR	0. 171	0. 779	0. 076	-0. 099	-0. 317
Size	-0. 062	0. 903	0. 054	0. 049	0. 157
Tn	0. 207	-0. 062	-0. 039	-0. 010	0. 870
SI	0. 115	0. 001	0. 872	0. 041	-0. 136
GB	-0. 410	0. 263	0. 651	-0. 077	0. 325
ΔLL	0. 275	0. 060	0. 361	0. 745	-0. 145
GDP	-0. 861	0. 006	0. 051	0. 132	-0. 092
M2	0. 748	0. 089	0. 076	0. 137	0. 111
lnAmivest	0. 266	0. 113	0. 392	-0. 740	-0. 138

3.计算因子得分

接下来，笔者采用回归方法，得到各因子的得分矩阵，如表6-16所示。

表6-16 因子得分矩阵

变 量	因 子				
	f_1	f_2	f_3	f_4	f_5
CR	0.092	0.510	−0.085	−0.054	−0.264
Size	−0.064	0.637	−0.105	0.085	0.198
Tn	0.096	0.002	0.002	−0.008	0.811
SI	0.058	−0.150	0.616	0.036	−0.108
GB	−0.268	0.100	0.436	−0.047	0.350
ΔLL	0.154	0.002	0.242	0.646	−0.128
GDP	−0.506	0.017	0.047	0.121	−0.056
M2	0.433	0.044	0.031	0.118	0.089
lnAmivest	0.158	−0.032	0.251	−0.638	−0.128

4.回归分析

最后，以f_1、f_2、f_3、f_4和f_5这5个公共因子为解释变量，以利差为被解释变量，进行回归分析，得到实证结果，如表6-17所示。

表6-17 城投债利差对公共因子的回归结果

	非标准化系数		标准化系数	t 值	Sig.
	回归系数	标准误差	标准回归系数		
(Constant)	3.120	0.093		33.671	0.000
f_1	−0.314	0.093	−0.285	−3.360	0.001
f_2	−0.358	0.093	−0.325	−3.831	0.000
f_3	−0.408	0.093	−0.371	−4.375	0.000
f_4	0.392	0.093	0.356	4.201	0.000
f_5	0.330	0.093	0.300	3.540	0.001
F 值			15.056***		
调整后 R^2			0.505		

5.建立模型

根据回归结果，笔者建立中国城投公司企业债券利差定价模型：

$$YS_{Tn} = 3.120 - 0.314f_1 - 0.358f_2 - 0.408f_3 + 0.392f_4 + 0.330f_5 \quad (6.6)$$

第7章
中国城投债评级

【本章概要】

本章主要对城投债评级进行系统性研究。首先，研究城投债评级与一般企业债券评级的区别，并提出城投债的评级思路。通过研究，发现在对城投公司进行主体信用评级时，除考察其自身经营状况及财务实力外，还需要重点考察地方政府的财政实力、城投公司与地方政府的关系以及地方政府对其的支持力度。其次，本章对城投债增信进行了深入研究，提出了完善中国城投债增信体系的重要意义，并对现阶段城投债抵/质押担保增信中主要采用的应收账款质押和土地质押两种主流增信方式，从操作方式、法律效力以及增信效果等方面进行了系统分析，并且对第三方担保和政府偿债基金两种增信方式进行了分析。最后，提出了完善中国城投债增信体系的建议。

【本章重要问题】

- 城投债评级与一般企业债券评级的不同。
- 城投债评级思路。
- 城投公司主体信用评级方法。
- 中国城投债增信现状及完善城投债增信体系的重要意义。
- 城投债应收账款质押担保、土地抵押担保和第三方担保的操作方式、法律效力及增信效果。
- 如何完善城投债增信体系建设。



7.1 城投债评级思路

从评级框架来看，与一般企业（公司）债券评级一样，对城投债进行评级时也需要综合考虑城投公司主体信用等级状况以及增信方式（如第三方担保、抵/质押担保和偿债基金等）的增信效果情况。城投债的评级与一般企业（公司）债券的不同之处在于对城投公司主体信用等级的评定。笔者认为，城投公司本身的信用评级与一般企业评级差异不大，但考虑到城投公司的背景及业务运作特点，在对城投公司评级时，需要针对具体情况有所侧重。

作为与政府有着紧密关系的城投公司，笔者认为在对其进行评级时，一方面需要考察城投公司自身的信用状况，另一方面需要考察城投公司与地方政府的关系以及地方政府对其的支持力度。若所从事的业务偏重于公共产品性质，城投公司与地方政府关系的密切程度将成为评级考察的重要因素，而相关盈利指标则非主要的关注点。

具体操作上，城投公司主体信用等级的评定需先立足城投公司本身，然后综合考虑地方政府对城投公司在政策、业务及资金等方面的支持力度。其中政府因素对城投公司主体信用等级的确定有着重大影响。举例来说，假设有甲和乙两家公司，甲公司为一般性企业，在业务和资金上独立于政府，其资产规模大，盈利水平高，现金获取能力和持续经营能力较强。乙公司为城投公司，盈利水平一般，但在业务和资金上能获得地方政府的有力支持。如果单纯考察公司自身的资信水平，可能甲公司信用等级为AA-级，乙公司主体信用等级为A＋级。但是，如果考虑到地方政府信用的因素，对于甲公司，由于地方政府因素影响很小，其评级完全立足于公司本身，主体信用等级为AA-

级；而对于乙公司，考虑到地方政府对其在业务和资金上的支持力度很大，主体信用等级可能为AA级。

7.2 城投公司主体评级

在对城投公司进行信用评级时，应主要围绕城投公司的偿债能力及偿债意愿这一核心点，从宏观经济、政府方面以及企业自身的经营状况与财务实力等方面进行综合分析。

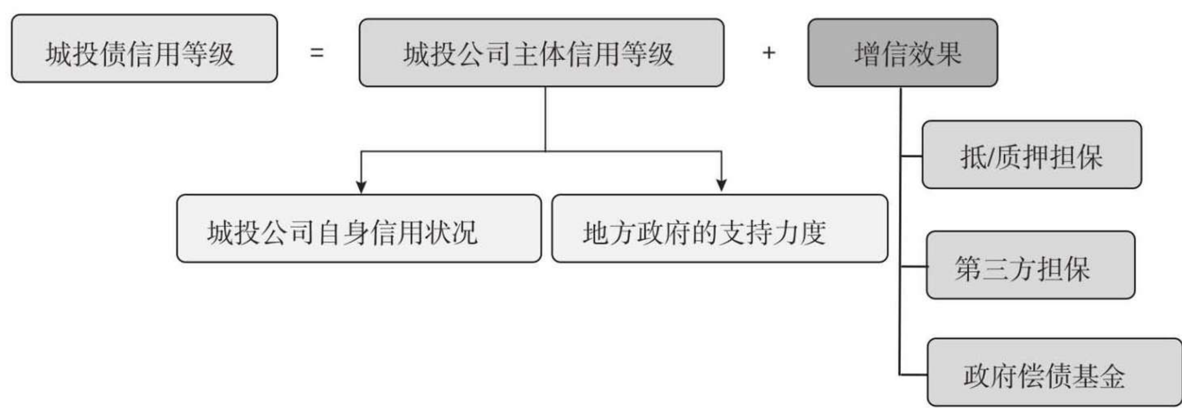


图7-1 城投债评级流程

7.2.1 宏观经济因素分析

7.2.1.1 区域经济发展程度

在评级所考虑的因素中，宏观经济因素最不受发行主体控制，却是决定城投债信用等级的重要因素之一。城投公司作为中国城市建设体制改革的产物，目的是代理地方政府管理和运用城市建设资金，其业务主要是城市基础设施建设项目，区域性特征明显，因此，区域经济的发展水平及未来规划直接影响到当地政府的财政收入以及项目的收益水平，同时也影响到城投公司的业务发展前景，进而最终决定了城投公司还本付息的能力。同时，由于公用事业垄断性的特点，其竞

争程度很低，准公共产品收入水平的高低也在很大程度上取决于区域经济的发展水平。因此，区域经济的发展程度作为影响城投公司发展的宏观环境，在评级时应当予以关注。

在具体操作中，应重点考察地方经济的产业结构、地方GDP水平、人均GDP水平以及在全国的名次，通过分析当地的经济属性、主导产业以及经济发展水平，对城投公司及募投项目的前景进行分析。对地方政府产业结构的考察可了解当地的稳定性情况，多元化的产业结构比相对单一的产业结构更为稳定，有利于减轻经济波动带来的影响。对用支出法计算的GDP进行结构性分析时，可分析消费支出中居民消费和社会消费所占的比重，尤其要重视社会消费的发展变化趋势和社会消费在地方财政开支中所占的比重；分析投资项目所占比重和基本建设投资项目的资金来源。对消费构成分析的目的在于掌握由当地政府运用自有财力提供社会公共物品开支的规模，进而判断地方政府对利用外部资金进行基础设施建设的态度和支持力度；对投资项目资金来源进行分析，可以了解当地发行城投债的空间和需求。

7.2.1.2 政策影响

城投公司是受地方政府委托从事城市资源经营运作和城建投融资的经济实体，代表政府履行城市建设的市场主体职能，因此，国家宏观调控政策的变动很大程度上会影响城投公司的业务运作。

如2006年4月25日由国家发改委、中华人民共和国财政部、中华人民共和国建设部、中国人民银行和银监会五部委联合发布的《关于加强宏观调控，整顿和规范各类打捆贷款的通知》（银监发〔2006〕27号特急）中明确规定，金融机构要立即停止一切对政府的打捆贷款和授信活动，并要求地方政府不得为贷款提供任何形式的担保或变相担保。这一政策的实施，无疑限制了城投公司较为常用的融资方式；再如国六条在土地开发利用、信贷政策和税收调整上亦作了重要规定，

出台了如加大对闲置土地的处置力度和加强对房地产开发用地的监管等措施，这对城投公司通过运作土地进行融资是一个重要的束缚。

因此，评级机构在对城投公司进行评级时，应针对国家的政策变动来分析考察城投公司受影响的程度及应变能力。

7.2.2 地方政府因素分析

7.2.2.1 财政实力

财政是一个地方综合经济实力的重要反映，财政实力的强弱直接关系着当地经济社会发展。由于城投公司所从事的业务有较大部分属于政府公益性项目，这一特点决定了城投公司较大部分的项目资金需要通过地方政府的财政支持，因此，地方政府财政实力的强弱很大程度上会影响到城投公司的资金实力，是对城投公司评级时重要的考察点。

1.地方财政收入构成

狭义的地方财政收入指的就是地方财政一般预算收入，主要包括：增值税25%、营业税、企业所得税与个人所得税地方分享部分、资源税、城市维护建设税、房产税、印花税、城镇土地使用税、土地增值税、车船使用和牌照税、屠宰税、农业税、农业特产税、耕地占用税、契税、其他各项税收、国有资产经营收益、国有企业计划亏损补贴、行政性收费收入、罚没收入、专项收入和其他各项收入，不含基金预算收入。本节中所指的地方财政收入为广义的地方财政收入，即除了一般预算收入外，中国地方政府的收入还包括财政转移支付、税收返还收入、国债转贷收入，以及基金预算收入和预算外收入。

（1）财政转移支付。

由于中国地区间经济发展不均衡，东部沿海地区经济发达，地方财政实力雄厚，而中西部地区出于历史和现实的各种原因，财力普遍较弱，对中央政府的财政转移支付依赖性很强。因此，转移支付是中西部地区地方政府财政收入一个很重要的来源。2008年，地方从中央获得的税收返还和转移支付净额为22 005.68亿元，相当于地方本级支出的，44.9%，也就是说，44.9%的地方本级支出是来源于中央财政的税收返还和转移支付净额。

（2）税收返还。

税收返还是指中央返还地方的税收收入，是分税制体制改革后中央对地方上划收入（或减少地方收入）的一种财力补偿。

（3）国债转贷收入。

1998～2004年实施积极财政政策时，中央政府代地方政府举债，增发一定数量的国债，由财政部转贷给省级（包括省、自治区、直辖市及计划单列市，下同）政府，用于地方的经济和社会发展建设项目。2009年为应对金融危机，财政部代地方政府发行的2 000亿元地方政府债券也属此类。

（4）基金预算收入。

基金预算收入是按规定收取，转入或通过当年财政安排，由财政管理并具有特定用途的政府性基金预算收入等。基金预算收入必须专款专用，不得任意支配。

（5）预算外收入。

预算外收入亦称“预算外资金”，是为了保证专项事业发展，补充地方财力不足和解决一些临时性急需资金，按国家规定的范围和用途，自收自支，筹集预算外资金。预算外资金是由地方财政部门、行

政事业单位、企业及其主管部门收入的预算外资金和上级补助等几个部分组成，不通过国家预算管理的财政收入。预算外收入主要包括纳入地方财政的预算外收入（如工商税附加、工商所得税及其他一些税收的附加收入，地方集中的更新改造资金收入和公产公房租赁收入等），行政、事业单位的预算外收入（如公路养路费、航道维护费、育林基金、城市园林收入、社会福利收入、文教、卫生、广播和科研收入等）和全民所有制企业掌握的企业专项基金收入（如企业更新改造资金等）。

2.地方财政实力的评价

笔者认为，对地方财政实力进行评价时，应按照财政收入的两个维度——规模和结构来进行分析。由于地方财政收入和地方一般预算收入中含有归属于中央财政的部分，并不是地方的真实收入，因此，对地方政府的财政实力评价的对象是地方本级财政收入。

（1）财政收入的规模评价。

财政收入规模有两种衡量方法。一是绝对规模，指在一定时期内（比如一个预算年度）各种财政收入的总量，反映了一国或一个地方政府在调控经济运行和影响社会发展方面经济实力的大小；二是相对规模，指一定时期的财政收入占GDP或国民收入的比重，反映了政府集中财力的能力，以及公共财力与非公共财力之间的对比关系。无论是绝对指标还是相对指标，如果从动态的角度进行考察，都会更加清楚地反映出财政与经济之间相互关系的变化。由于中国存在大量的预算外资金，需要从两个口径来考察财政收入规模：一是狭义的财政收入规模；二是广义的财政收入规模。

（2）财政收入的结构评价。

如前文所述，广义财政收入包括一般预算收入、财政转移支付、税收返还收入、国债转贷收入、基金预算收入和预算外收入。这些收入在财政收入中所占的比重，反映出财政收入的可持续性和质量。

一般预算收入是地方政府可以自主支配的财源，也是地方财政收入的主要来源，其规模和在财政收入中的比重是评判地方财政实力的最重要指标。一般来说，一般预算收入的占比和财政实力强弱呈正相关性。由于在中国部分地方对转移支付依赖性比较强，甚至转移支付超出一般预算收入，对于这样的财政收入结构，关键是从政策层面考虑，看其转移支付的稳定性以及专项转移支付占转移支付比重的稳定性。专项转移支付不构成地方政府的可支配财力，若专项转移支付所占财政收入的比重较高，其财政实力显然较弱。基金预算收入和预算外收入在财政收入中所占的比重通常较低，且基金预算收入一般具有指定用途，通常只能是地方财政收入的补充。近年来由于土地出让收入开始纳入基金预算收入（或预算外收入），基金预算收入（或预算外收入）也成为地方政府财政收入的重要构成部分。从2008年的情况来看，基金预算收入约占地方政府可用收入的20%，其中，国有土地使用权出让收入占基金预算收入的79%，相当于地方政府可用收入的16%。但是，和一般预算收入相比，土地出让收入和区域房地产市场的走势密切相关，其波动性较大，房地产业的不确定性使其存在潜在的风险。

一般预算收入作为衡量地方政府财政实力的最重要指标，其影响因素主要有三个：第一个因素是经济发展水平，当经济增长比较快且经济效益比较好时，通常一般预算收入增长比较快，反之，一般预算收入增长比较慢；第二个因素是经济结构，不同的结构性因素对一般预算收入有很大的影响；第三个因素是税收，包含税收政策的调整和税收征管力度，比如增加或减少税种，提高或降低税率，新增或取消税收优惠政策都会直接影响到税收，进而影响到一般预算收入，税收的征管力度加大，使一般预算收入增加较多。

①经济发展水平对一般预算收入的影响。

经济发展水平从总体上反映着一个国家社会产品的丰富程度和经济效益的高低，它对一般预算收入规模的影响是一个根本性因素，特别是对一般预算收入的绝对规模来说。因为一般预算收入来源于对社会产品的分配，在其他条件不变的前提下，一般预算收入会随着社会产品总量的增长而提高。经济发展水平主要体现在经济总量、经济增长速度和经济效益上。经济总量决定一般预算收入的规模，经济增长速度的快慢与经济效益的好坏直接影响着财政收入的增量。从经济总量来看，GDP越高，政府在参与分配过程中所取得的一般预算收入就越大。从经济增速来看，经济增长速度越快，所创造的税收、企业利润以及其他非税收收入也随之增加。从经济效益看，经济效益反映经济运行过程中的投入产出比，经济效益令一般预算收入的弹性最大，经济效益的提高会令一般预算收入产生倍数增长。

②经济结构对一般预算收入的影响。

经济结构主要包括产业结构、所有制结构和行业结构。不同的结构性因素作用不同。

从产业结构来看，受自身特点的限制，农业的税赋稳定但水平较低，对一般预算收入的影响较低。工业是国民经济的主导，也是一般预算收入的主要来源。在现代经济中，工业是科学技术发展和应用的主要动力和载体，特别是重工业，其技术装备先进，劳动生产率高，资本技术密集，其创造的产值在国民经济中所占比重很大。而轻工业则具有投资少、建设周期短、收效快、市场反应灵活和出口优势明显等特点。随着人民生活水平的不断提高，轻工业产品的技术含量越来越高，不仅其产值规模很大，而且其利润率也比较高。因此，在中国长期实行以流转税为主体税制的情况下，工业部门上缴的税利对一般预算收入一直居于主要地位，是地方一般预算收入的支柱。以商业和服务业为代表的第三产业在现代经济中呈现出相当快的增长态势，因

此，第三产业在国民经济中的地位也不断提高。这已经成为世界各国共同的发展趋势，在发达国家，第三产业对GDP的贡献率达到60%以上。虽然由于中国经济发展水平从整体上说还比较低，第三产业也不够发达，但近年来其成长速度令人乐观，逐渐成为一般预算收入新的增长点。

从所有制结构来看，通过国有集体企业改革来盘活资产，使原有的限制资产转化为经营性可利用资产，财政补贴逐渐减少，通过破产兼并以及国有集体股减持，可增加一般预算收入。非公有制经济迅猛发展，非公经济在国民经济中的比重越来越大，对一般预算收入的贡献率越来越高，是一般预算收入新的增长点。事实上，在不少地方政府的财政上已经出现了这样的变化，非公有制经济提供的一般预算收入有的已经占据“半壁江山”，有的甚至达到了2/3的绝对多数。从行业结构来看，电子通讯、机械、化工、医药、电气器材和房地产等产业由于上下游关联度大、配套性强，对整个工业经济增长的贡献率较大。

③税收制度和税收征管水平对一般预算收入的影响。

地方税收是地方政府一般预算收入最主要和最直接来源，其可持续发展是地方社会经济可持续发展的重要推动力量。地税部门共负责征收14个税种，其中，部分税种如营业税、企业所得税等与经济发展有比较直接的关系，可称为“经济相关税种”；它们提供的税收，与GDP具有较高的相关性。加强税收征管能够促进与经济相关税种的收入增长，但其增长主要是靠经济的发展。其他税种与经济发展不是很密切，称为“非与经济相关税种”。经济的发展能够促进非与经济相关税种的收入增长，但其主要依靠加强征管来保证，即实现应收尽收，最大限度地减少收入的流失，并做到保护财源，创造财源。

7.2.2.2 地方财政对城投公司的支持力度

作为地方政府的投融资平台，城投公司能否得到地方政府的实质性支持及其支持力度的大小，是城投公司获得稳定的资金流入量、项目的持续投入以及对外偿还债务的重要保障。因此，地方政府对城投公司支持力度的大小也是对城投债进行评级时需重点关注的因素之一。

在考察地方政府对城投公司的支持力度方面，笔者认为可以从以下几个方面加以判断：一是考察地方政府是否为保障城投公司健康发展而出台了相关政策性法规或文件；二是通过城投公司过往的经营历程，考察地方政府在城投公司业务来源及税赋政策方面给予的支持程度；三是考察地方政府对城投公司在项目资金需求方面给予的扶持力度。

7.2.3 城投公司自身经营状况与财务实力分析

7.2.3.1 与地方政府关系的密切程度

城投公司是专业从事城市资源经营运作和城建投融资的经济法人实体，其与地方政府关系的密切程度很大程度上会影响自身的业务来源和资金运作。因此，城投公司与地方政府之间关系的密切程度是城投公司可持续发展的重要保障，也是对城投债进行级别评定时的重要依据。

在判断城投公司与地方政府之间关系的密切程度时，除了可从地方政府支持力度判断外，笔者认为还可以从以下几个方面进行判断：一是城投公司的出资方；二是主要的管理者是否由地方政府重要官员兼任；三是城投公司在业务运作和项目管理方面的自主性。

7.2.3.2 管理能力

由于城投公司的经营业务主要是与社会生产和生活密切相关且发挥着基础性作用的市政基础设施建设，涉及的大部分项目资金投入量大，且多为负债筹集，因此，项目和资金管理水平的高低直接影响到城投公司资金的运作和工程建设进度。

笔者认为，在评级中，应当在考察政府监管力度以及行政干预程度的同时，进一步考察城投公司项目法人责任制的执行情况，职责是否明确；在具体项目建设中，是否能根据建设项目的规划、立项等的可行性以及招投标和建设的进展情况，做到资金的严格审批与监管；城建资金事前、事中和事后的合理安全使用和有效监控能否落实；能否做到定期进行全面有效的债务结构和规模分析，改善项目资产质量，保持项目投资合理的资产负债率，从而防止债务资本规模的盲目扩大。

具体评级时，笔者认为可以从以下几点进行分析：

1.组织架构

该要点的核心主要是通过考察城投公司目前组织架构的配置，分析是否符合其自身经营管理的需要，进而判断城投公司在这一架构下对业务运作、资金运用的控制能力以及未来经营发展的影响程度。

2.管理制度的制定与执行

该要点的核心主要是考察城投公司是否根据自身经营特点而制定制度及制度的合理性，并分析在具体执行时对改善或提高管理水平的影响程度。

3.业务运作模式

该要点的核心是通过了解城投公司在具体业务操作的形式及资金结算的方式，来考察城投公司业务运作的执行情况、资金链的保障程

度，进而分析城投公司整体业务的运营效率。

7.2.3.3 发展能力

城投公司的可持续发展，必须要有相关的产业支撑和稳定的利润来源。一般情况下，债务融资有赖于企业资产、资信和盈利状况，而项目融资和股权融资等都是建立在项目或公司的未来盈利能力之上。因此，城投公司如何巩固自身的产业基础，进一步增强发展能力是至关重要的。

笔者认为，在考察城投公司的发展能力时，首先，应当关注其主要的盈利资产，考察其是否利用了政府国有独资企业的优势，结合城建项目的投资，将政府相关资源和配套政策转换为现实的经济回报；其次，城投公司能否立足于城市资源特许经营的特点，做到基础性产业（如城市供排水、城市公交、燃气、旅游和城市空间资源等）的经营、开发和利用，从而构建起自身稳定的业务和利润来源；最后，对于一般性竞争业务，如设计单位、工程施工、监理、养护单位和宾馆酒店等，能否通过做好国有企业改制工作，将这些企业的资产和人员进行剥离，减轻负担。

具体评级时，笔者认为对城投公司发展能力的考察可以从以下几点进行分析：

1.业务来源及稳定程度

该要点的核心是分析城投公司收入来源的渠道及其稳定度，具体操作中可以通过对城投公司现有项目情况，以及地方政府对城投公司的支持力度进行分析。

2.盈利前景

该要点的核心是通过对城投公司的各类业务构成进行分析，从中判断出城投公司未来业务经营的重心、收入来源的多元化和稳定程度。

3.发展规划

该要点的核心是考察分析城投公司是否针对其目前经营状况和行业发展趋势，制定出了有利于未来盈利水平提高和可持续发展的具体举措或方案。

7.2.3.4 财务实力

城投公司由于建设项目投入资金量较大，周期长，且承担了较多的公益性项目，因此盈利水平一般并不理想。考虑到城投公司所处的地位，笔者认为在分析城投公司财务状况时，应当主要从城投公司的财务风险以及财务弹性加以考察。

城投公司的财务风险主要体现在资金流转和负债构成两方面。城投公司依靠自身业务经营所获得的资金是偿还资金的第一来源，是最能体现其偿债能力的因素，因此，城投公司的资金周转能力很大程度上可决定其财务状况。而通过考察城投公司的债务结构，可进一步分析其债务压力的大小。

城投公司的财务弹性主要体现在融资能力方面。就目前的状况来看，城投公司的融资渠道基本是以银行的长短期商业贷款为主；随着项目投入的不断增加，城投公司债务负担不断加重，资产负债率越来越高，加上城建项目收益普遍较低等因素，导致银行慎贷程度越来越高。这一状况若进一步加重，无疑会削弱城投公司的融资能力。因此，如何维持和扩大可持续融资能力以满足日益增长的建设资金的需要，直接关系到城投公司业务的开展及工程的顺利进行，是评级时需关注的重点。

具体评级时，笔者认为对城投公司财务实力的考察可以从以下几点进行分析：

1.资产质量

该要点的核心是对每类资产的质量进行分析，并作出综合判断。对于流动资产，着重分析城投公司的应收账款、存货以及其他应收款等项目，以考察企业的信用管理状况、坏账计提情况和资产运营情况、有无大股东和关联企业占用资金、有无抽逃企业资金的问题；对于固定资产，着重分析是否有不可经营资产、资产成新度，折旧政策是否合理；对于长期投资，着重分析其投资的目的，投资收益是否稳定；对于无形资产，着重分析投入的资金是否与主业经营相关、金额是否太大，是否按规定计提了摊销等。

2.经营现金流水平

该要点主要考察城投公司通过业务运作而实现的经营现金流入的高低，从中反映城投公司现金生成能力的强弱，并通过城投公司近年经营现金流的变动情况，从中分析影响城投公司现金生成能力的因素及变化趋势；同时，结合未来的投资规模，分析城投公司自身是否有足够的资金满足其资本支出以及对债务的保障程度。

3.资本结构与财务安全性

该要点主要考察城投公司的债务结构和债务权益结构等，从中反映城投公司的债务压力、负债水平以及偿债流动性风险，以揭示其资本结构的合理性以及债务的安全性。同时，还应结合未来投资情况，对城投公司的负债结构及偿债能力在未来将如何变化作出预测判断。

4.财务弹性

该要点主要考察城投公司除自身业务经营产生收入以外获取资金的能力，可结合金融机构给予的授信额度、企业自身在资本市场的筹措能力，以及股东的扶持力度等方面进行分析判断。

7.2.3.5 特殊事项分析

该部分内容主要是对可能影响城投公司偿付能力的特殊及其他事项进行分析，提示事先不能合理预测的因素，如并购、事故、特殊市场因素变化、对外担保、产品质量承诺情况以及未决诉讼等情况。

由于上述事项的发生很可能导致城投公司产生偿债违约风险，因此对这部分内容的分析，主要是通过揭示城投公司是否因上述情况而存在大量的或有负债，并分析、判断这些或有负债引发风险的可能性的高低，从而考察城投公司偿债能力及意愿对信用级别的影响。

7.3 城投债增信

中国城投公司主营业务能力普遍较弱，现金流稳定性较差，城投公司自身对债务的偿还能力较差。尽管评级机构对城投公司进行评级时更多的是考虑地方政府的财政实力以及地方政府对城投公司的支持力度，但由于目前中国地方政府信用缺失问题严重，若城投公司发行无担保债券，信用风险较大，融资成本过高。因此，增信成为中国城投债顺利发行的基础，是城投债评级中的重要环节之一。

一般而言，城投公司作为城市基础设施建设的投融资平台，事实上是代替政府承担部分公共管理职能，其所发行的债券具有政府隐性担保的性质，人们一般认为其最终的偿付人是当地政府。因此，寻求政府担保，引入政府信用成为近年城投债增信的主流方式。但城投公司是独立运作的法人，《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）第八条规定："国家机关不得为保证人。"这就限制了地方政府对城投债采取保证担保的方式。那么，通过何种方式引入政府信用来发债融资呢？从目前已发行城投债的增信情况看，主要采取了第三方担保和抵/质押担保两种增信方式；另外还有部分城投债采取了设立政府偿债基金的增信方式，但该种方式一般与抵/质押担保或第三方担保结合使用。城投债抵/质押担保主要包括地方政府应收账款质押担保和土地抵押担保，前者实质上是地方政府隐性担保的一种形式，后者则是政府无偿划拨土地使用权给城投公司，城投公司以土地使用权为债券提供抵押担保。

7.3.1 第三方担保与抵/质押担保增信原理分析

如前所述，目前中国城投债主要采取第三方担保和抵/质押担保两种增信方式，那么这两种增信方式的增信原理是什么呢？两者增信原理的不同之处何在？在本小节中，笔者将详细分析目前市场上主流的增信方式——第三方担保和抵/质押担保——的增信原理。

7.3.1.1 第三方担保增信原理分析

对于第三方担保债券，在评级时主要关注两个方面：一方面是确定担保人与被担保人两者的主体信用等级，根据债券信用等级不低于担保人和被担保人主体信用等级的规定，取主体信用等级较高者作为债券初始信用等级(注)；另一方面需要确定担保对债券的额外增信等级(注)。第三方担保债券最终信用等级应当等于债券初始信用等级加上额外增信等级，具体评级流程见图7-2。在第三方担保债券评级过程中，关键是确定额外增信等级。

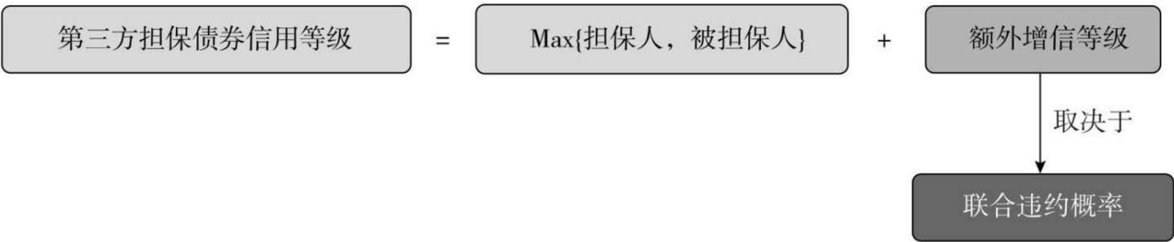


图7-2 第三方担保债券信用评级流程

根据担保的有关法律规定，如果债券发行人不能如期支付本息，担保人应承担责任（不可撤销连带责任担保下）；而如果担保人也不能如期支付本息，债券就会发生违约。也就是说，有担保债券违约只有在债券发行人和担保人同时违约的情况下才发生，即需要考虑两者违约的联合概率。因此，笔者认为对于保证担保债券额外增信等级主要关注担保人与被担保人之间的（违约）相关性，从而确定两者的联合违约概率。

1.有担保债券违约概率的求解方法

假设有担保债券发行人为A，有担保债券担保人为B，D_A和D_B表示债券发行人A和债券担保人B违约的可能性。知道D_A和D_B这两个随机变量均只取两个值，要么履约要么违约，它们均是服从二项分布的随机变量，其取值为：

$$D_i = \begin{cases} 1，发行人或担保人违约 \\ 0，发行人或担保人履约 \end{cases} \qquad i = A \text{ 或 } B$$

那么有担保债券发行人A和有担保债券担保人B的违约概率分别为P（D_A＝1）和P（D_B＝1）。按照有担保债券的法律定义，只有在两家企业同时违约，即发行人（发债企业）不履行债务，担保人（担保企业）又无法承担该债务时，该有担保债券才会发生违约，其联合违约概率为P（D_A＝1，D_B＝1）。

根据概率论中Pearson相关系数的概念，有担保债券发行人和担保人的违约相关性ρ_D可定义为：

$$\begin{aligned} \rho_D &= \frac{Cov(A, B)}{\sqrt{Var(A) \cdot Var(B)}} \\ &= \frac{P_{AB} - P_A \cdot P_B}{\sqrt{P_A(1-P_A)P_B(1-P_B)}} \\ &= \frac{P(D_A=1, D_B=1) - P(D_A=1) \cdot P(D_B=1)}{\sqrt{P(D_A=1) \cdot [1-P(D_A=1)] \cdot P(D_B=1) \cdot [1-P(D_B=1)]}} \end{aligned} \qquad (7.1)$$

将上式进行等式转化，可得：

$$\begin{aligned} P(D_A=1, D_B=1) &= P(D_A=1) \cdot P(D_B=1) + \\ &\rho_{AB} \cdot \sqrt{P(D_A=1) \cdot [1-P(D_A=1)] \cdot P(D_B=1) \cdot [1-P(D_B=1)]} \end{aligned} \qquad (7.2)$$

由公式（7.2）可知，只要知道有担保债券发行人和担保人各自的违约概率以及二者之间的违约相关系数，就可以求出有担保债券的违约概率。

2.有担保债券违约相关系数的求解模式

违约相关性是指不同企业之间违约的相互关系，即一个企业违约引起另一个企业违约的可能性。关于违约相关性的一个简单例子是两个具有债权债务关系的企业：如果债务人对债权人发生违约，有理由认为该债权人无法支付自身债务的可能性将加大。这是一个违约正相关的例子，一家公司发生违约，那么另一家与之有关联的公司发生违约的可能性会增大。

当然也存在企业违约负相关的情形，最直观的例子是处于相互竞争关系的两家公司：假如甲公司和乙公司是同一行业的两个竞争者，甲公司因为经营状况恶化发生违约而导致破产，退出该行业，作为竞争者的乙公司可能会从甲公司破产中获得好处：乙公司将获得甲公司的客户，并能够从甲公司原来的供应商中得到供应价格下调的好处。在这种情况下，乙公司有了更多的客户来源和更多的供应商可供选择，其净利润增加的可能性加大，发生违约的可能性将下降，此时企业违约相关呈负向关系。

一般情况下，受整体经济状况、行业景气度和企业间资产和利润关联性的影响，公司违约一般呈正相关关系。有担保债券的发行人和担保人是两家企业，担保人之所以肯为发行人提供担保，二者肯定在宏观经济条件、行业背景和企业运营等方面或多或少存在正相关关系，它们的相关程度影响着有担保债券的违约概率，进而决定了有担保债券的信用等级。

（1）有担保债券发行人和担保人违约相关性的取值范围。

图7-3可以说明有担保债券发行人和担保人联合违约概率的问题。在图7-3中，圆圈A表示有担保债券的发行人A发生违约的概率P（D_A＝1）；圆圈B表示有担保债券的担保人B发生违约的概率P（D_B＝

1）；圆圈A和B相交的阴影部分表示有担保债券的发行人A和担保人B联合违约的概率，即有担保债券发生违约的概率P（D_A＝1，D_B＝1）。（根据条件概率公式，P（D_A＝1，D_B＝1）＝P（D_B＝1｜D_A＝1）·P（D_A＝1）＝P（D_A＝1）·P（D_B＝1）。）

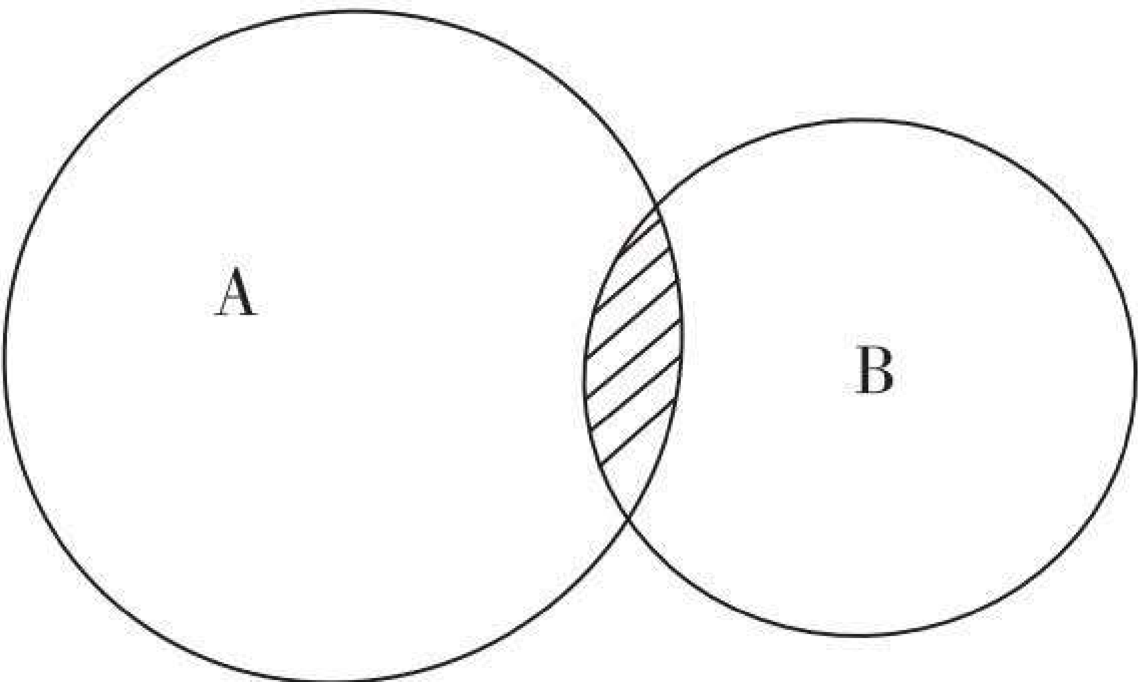


图7-3 有担保债券发行人和担保人联合违约概率

如果有担保债券发行人和担保人完全独立，即两者违约完全不相关，例如某家欧洲银行给毫无业务关系的中国某工业企业提供担保，二者既没有受到相同的宏观经济因素的制约，也没有行业之间的相关性，可以认为二者的经济运行状况对另一方违约的可能性基本不相关。在这种情况下，P（D_B＝1|D_A＝1）＝P（D_B＝1），此时债券违约的概率最小，为P（D_A＝1）·P（D_B＝1）。（

利用公式$\rho_{XY}=(P_{XY}-P_X\cdot P_Y)/\sqrt{P_X(1-P_X)P_Y(1-P_Y)}$求得违约相关系数，应注意的是，当$P_X\neq P_Y$时，$\rho_{XY}$的最大值小于1；国内许多文献错误的认为，违约相关系数的取值区间一定为[0，1]。

)

一般情况下，当一家公司发生违约时，另一家公司发生违约的可能性会增大——或者是因为这两家公司所处的宏观经济环境相同，或者是因为这两家公司同在一个地区，或者是因为这两家公司具备同一行业背景，或者是因为这两家公司是关联企业。也就是说，公司间违约正相关性是存在的。上述分析已说明，在有担保债券的情形中，债券担保人之所以会为该债券提供担保，担保人和发行人肯定在业务上或利润分配上存在一定的关系，因此也存在一定的违约正相关性。

另一个关于违约相关性的极端例子是两家公司的违约相关性很强②，以至二者的违约概率是一种包含与被包含的关系，即$P(D_A=1)\subset P(D_B=1)$或$P(D_A=1)\supset P(D_B=1)$，可用图7-4来表示。

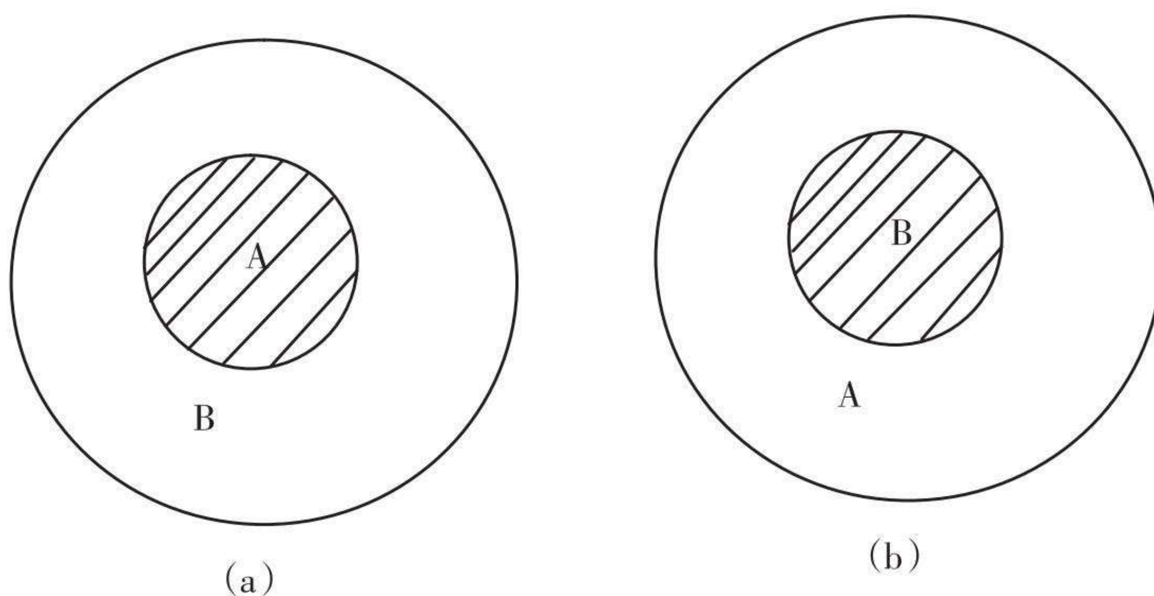


图7-4 违约相关性

在图7-4（a）中，有担保债券发行人A对担保人B有完全的影响力，即如果债券发行人A违约，那么担保人B一定违约，即$P(D_B=1|D_A=1)=1$，因此$P(D_A=1, D_B=1)=P(D_A=1)$。在图7-4（b）中，担保人B在发行人A发生违约的情况下才发生违约，$P(D_A=1, D_B=1)=P(D_B=1|D_A=1)\cdot P(D_A=1)=P(D_B=1)$。这两种情形是有担保债券发行人和担保人违约正相关的极端情形，此时该有担保债券违约概率最大，违约概率为$P(D_A=1, D_B=1)=\min\{P(D_A=1)P(D_B=1)\}$。由此可知，有担保债券违约的可能性肯定低于发行人和担保人两者中的任何一个，而信用级别与违约概率呈负相关关系，因此有担保债券的评级应不低于担保人和发行人两者中最高的评级。

从以上分析可知道，有担保债券违约概率的取值介于$P(D_A=1)\cdot P(D_B=1)$和$\min|P(D_A=1), P(D_B=1)|$之间，有担保债券的违约概率不仅与发行人和担保人之间的违约概率有关，而且与发行人和担保人之间的违约相关系数有关。

（2）基于KMV模型的有担保企业债券违约概率计算方法的理论构架。

违约相关系数的求解是有担保债券信用评级的主要障碍，因为违约相关性不能被直接估计。国外处理违约相关性主要有两种方法：一种是把违约相关性看成是外在输入，穆迪公司的KMV Protfolio Manager与风险矩阵集团的Credit Manager这两个理论模型都预先假定一个外部的相关输入；另一种是把违约相关性看成是内部因素，Macro Factor模型和Credit Suisse First Boston's Credit Risk＋就是采用这种方法。

表7-1 处理违约相关性的方法

作为外在输入的相关性	作为内在因素的相关性
资产价值相关（KMV 方法）	因素模型
股票价值相关（RMG 方法）	精算模型（如 *Credit Risk*$^+$）

在本书的研究中，采用了比较直观的资产价值相关方法。处理违约相关性的主要思路是通过资产价值的相关性求出两家公司的联合违约概率，然后利用概率论的Pearson线性相关系数求出两家公司的违约相关系数，其求解过程如下：

步骤1：估计资产价值A及资产价值波动性σ_A。

套用布莱克-斯科尔斯和默顿的期权定价理论（Option Pricing Theory），将公司举债经营的决定看做是股东向债权人买入多头看涨期权，标的物为公司的资产价值，期权的到期日为该负债的到期日，执行价格为负债的到期值。根据“股权等同于公司资产价值期权”的观点，可以得到：

$$E = A \cdot N(d_1) - DPT \cdot e^{-r(T-t)} N(d_2) \tag{7.3}$$

其中，$d_1 = \dfrac{\ln\left(\dfrac{A}{DPT}\right) + \left(r_c + \dfrac{\sigma_A^2}{2}\right)(T-t)}{\sigma_A\sqrt{T-t}} = \dfrac{\ln\left[\dfrac{A}{DPT \cdot e^{-r(T-t)}}\right]}{\sigma_A\sqrt{T-t}} + \dfrac{\sigma_A\sqrt{T-t}}{2}$

$d_2 = d_1 - \sigma_A\sqrt{T-t}$

其中，E为股票价值，A为资产价值，DPT为公司违约点，等于公司的流动负债和一半长期负债之和，r_c为无风险利率，σ_A为资产价值的波动性，σ_E为股票价值的波动性，t为当前时间，T为计算违约概率的时间期（如$T=1$年）。公式（7.3）中只有资产价值A及资产价值波动性σ_A是未知数。

基于股票的Ito Lemma原理，权益价值波动和资产价值波动存在如公式（7.4）所示的关系：杠杆程度越高的公司，股东的权益价值越有风险。

$$\sigma_E = \frac{A}{E} \cdot \Delta \cdot \sigma_A \tag{7.4}$$

其中Δ为避险比率，等于N（d_1）。因此公式（7.4）可化为：

$$\sigma_E = \frac{A}{E} \cdot N(d_1) \cdot \sigma_A \tag{7.5}$$

利用公式（7.3）和公式（7.5），可以求出资产价值A及资产价值波动性σ_A。

步骤2：求出有担保债券发行人和担保人的资产相关性ρ_A。

由于企业资产价值相关性体现在企业资产回报上，因此可利用企业资产回报率的相关性来分析企业资产相关性。

本书用一个包含宏观层面与微观层面的滞后风险因子和当期系统随机效应因子的线性面板数据模型，来说明和解释回归方程的因变量资产价值收益率。该模型的回归方程表示如下：

$$r_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it-1} + \gamma Z_{it-1} + bf_t + \varpi u_{it} \tag{7.6}$$

X_{it-1}代表时间滞后的特定风险因素向量，比如以往财务报告中的净资产收益率和两年前公司职工人数等；Z_{it-1}代表时间滞后的系统风险因素向量，比如以往年度GDP（Gross Domestic Product）增长率、失业率和货币市场利率等；ft代表未包含在该模型中的当期系统因素，在本书的研究中，假设f_t服从标准正态分布。

令u_{it}服从*logistic*分布，那么u_{it}的方差$\sigma^2{}_u$将等于$\pi^2/3$。资产相关系数为：

$$
\begin{aligned}
\rho_A &= \rho(r_{it}, r_{jt}) \\
&= \frac{Cov(bf_t + \varpi u_{it}, bf_t + \varpi u_{jt})}{\sqrt{Var(r_{it})} \cdot \sqrt{Var(r_{jt})}} \\
&= \frac{E[(bf_t + \varpi u_{it})(bf_t + \varpi u_{jt})]}{\sqrt{b^2 + \varpi^2 Var(u_{it})} \cdot \sqrt{b^2 + \varpi^2 Var(u_{jt})}} \\
&= \frac{b^2 E(f_t \cdot f_t)}{b^2 + \varpi^2 \cdot \sigma_u^2} \\
&= \frac{b^2 Var(f_t)}{b^2 + \varpi^2 \cdot \sigma_u^2} \\
&= \frac{b^2}{b^2 + \varpi^2 \cdot \pi^2/3}
\end{aligned}
\tag{7.7}
$$

只要能够从回归方程中估计出b和ϖ，就能求出资产相关性。

步骤3：求出F（A_1，A_2，ρ_A）函数，进而求出两家公司的联合违约概率。

标准的资产相关性模型通常假定资产价值服从多元正态分布，因此有担保债券发行人和担保人的资产A_1和A_2服从二元正态分布。用函数F（A_1，A_2，ρA）表示标准正态二元密度函数，该函数形式见公式（7.8）。

有了步骤1和步骤2中所求得的资产价值A_1、A_2，资产价值波动性σ_{A1}、σ_{A2}，以及两家公司的资产相关性ρ_A的值，即可求出F函数。

$$F(A_1,A_2,\rho_A)=\frac{1}{2\pi\sigma_{A_1}\sigma_{A_2}\sqrt{1-\rho_A^2}}\cdot\exp\left\{-\frac{1}{2(1-\rho_A^2)}\left[\left(\frac{A_1}{\sigma_{A_1}}\right)^2-2\rho_A\left(\frac{A_1A_2}{\sigma_{A_1}\sigma_{A_2}}\right)+\left(\frac{A_2}{\sigma_{A_2}}\right)^2\right]\right\} \tag{7.8}$$

从而可求得两家企业的联合违约概率$P(D_A=1,D_B=1)$。

$$P(D_A=1,D_B=1)=\int_{-\infty}^{D_1}\int_{-\infty}^{D_2}F(A_1,A_2,\rho_A)dA_1dA_2 \tag{7.9}$$

步骤4：从$P(D_A=1,D_B=1)$求出两家公司的违约相关系数。

在得知两家企业各自的违约概率和联合违约概率后，可以得出两家公司的违约相关系数。

$$\rho_D=\frac{P(D_A=1,D_B=1)-P(D_A=1)\cdot P(D_B=1)}{\sqrt{P(D_A=1)\cdot[1-P(D_A=1)]\cdot P(D_B=1)\cdot[1-P(D_B=1)]}} \tag{7.10}$$

通过以上的分析，可以得出：担保对债券信用等级提高的程度取决于有担保债券发行人和担保人各自信用等级的差别程度和两者的违约相关系数。在对有担保债券进行信用评级时，如何准确地得出有担保债券发行人和担保人的违约相关系数至关重要。当债券担保人的信用等级高于发行人的信用等级时，该有担保债券的信用等级至少能够提高至债券担保人的信用等级。至于是提高到债券担保人的等级还是其等级以上，这取决于发行人和担保人的违约相关系数。当债券发行人的信用等级高于或者等于担保人的信用等级时，在违约相关系数的作用下，有担保债券的等级也有提高的可能性。

7.3.1.2 抵/质押担保增信原理分析

在抵/质押担保中，由于足额的抵押品或留置品为债权人提供了第二层保障，即使发行人违约，债权人也能够通过处理抵押品或留置品来得到补偿，此时，抵/质押担保往往能够起到良好的增信作用。

抵/质押担保债券信用等级应当等于无担保和无抵/质押情况下主体信用等级加上抵/质押担保增信等级。对抵/质押担保债券信用评级的关键在于确定债券增信等级，也即抵/质押资产的增信效果。理论上，增信效果的高低主要取决于到期日抵/质押资产的价值对债券本息的覆盖率，抵/质押资产覆盖率越高，违约时债权人的权益保障程度越高，违约损失则越小，因此增信效果就越好。

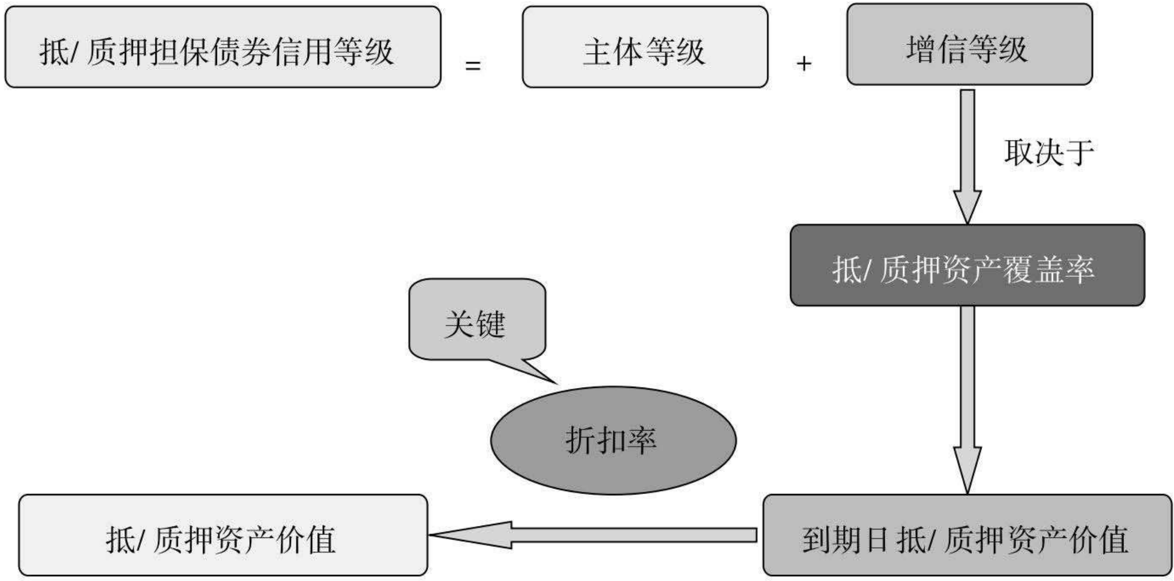


图7-5 抵/质押担保债券信用评级流程

1.抵/质押资产价值覆盖率和抵/质押资产价值的确定

（1）模型构建。

对于投资者来说，如果债务人不发生违约，那么就不涉及任何的预期损失；但如果债务人发生违约，那么最终的损失将取决于债券到期日抵/质押资产池资产价值对债券本息的覆盖率(注)。

在该部分的研究中，假设债务人和抵/质押资产之间完全独立。

假设抵/质押债券预期违约损失率为*MFL*，增信前债务人预期违约损失率（即无担保时的预期违约损失率）为*FL*，抵/质押资产价值覆盖

率为*COV*，抵/质押资产价值为*VALUE*，债券本息为*BONDPI*。因此可以得到：

$$MFL = FL \times (1 - COV) \quad (7.11)$$

理论上，无担保债券的预期损失率等于债务人每年或每月的违约概率（*PD*）乘以违约发生后债务人的违约损失率（*LGD*），然后加总；抵/质押债券的预期违约损失率等于无担保情况下债务人每年或每个月的违约概率（*PD*）乘以违约发生后抵/质押资产的违约损失率（*MLGD*），然后加总。即：

$$FL = \sum_{t=1}^{n} (PD \times LGD) \quad (7.12)$$

$$MFL = \sum_{t=1}^{n} (PD \times MLGD) \quad (7.13)$$

因此，公式（7.11）可以转化为：

$$COV = 1 - MFL/FL = 1 - \sum_{t=1}^{n} (PD \times MFL) / \sum_{t=1}^{n} (PD \times FL) \quad (7.14)$$

确定了到期日抵/质押资产价值覆盖率之后，可得到到期日抵/质押资产价值：

$$VALUE = COV \times BONDPI = [1 - \sum_{t=1}^{n} (PD \times MFL) / \sum_{t=1}^{n} (PD \times FL)] \times BONDPI \quad (7.15)$$

通过债务人违约概率、债务人违约损失率及抵/质押债券损失率确定预期损失之后，便可以计算出提升信用等级所需的到期日抵/质押资产价值。不同信用等级的债务人违约概率可以直接通过信用评级机构的历史统计数据获得，而违约损失率数据较为缺失。因此，关键是确定债务人违约损失率和抵/质押资产损失率。由于违约损失率＝1-回收率，因此，只需求解出回收率即可。

（2）基于单因素模型的回收率估计注。

单因素回收率估计模型是由Frye（2000）根据Cordy（2000）模型建立的由单个系统性风险因素驱动的回收率模型。

Frye模型假设系统风险因子X是影响公司是否违约及其回收金额的主要因素。从公司j的角度看，有两个因素X和ξ_j影响公司，X对所有公司具有影响，ξ_j只影响公司j，这两个因素共同决定公司j的资产收益率r_j:

$$r_j = \rho X + \sqrt{1-\rho^2}\xi_j \tag{7.16}$$

假设X和ξ_j服从互相独立的标准正态分布，从而r_j也服从标准正态分布。

在模型中，当公司的资产价值低于某一值时则发生违约，令D_j表示公司发生违约的事件：

若$r_j < N^{-1}(PD_j)$，则$D_j=1$，否则$D_j=0$。公式中PD_j为公司j的违约概率。

在已知X的条件下，观察到的违约频率接近它的条件违约概率：

$$\begin{aligned} DF_j &= P(r_j < N^{-1}(PD_j) \mid X = x) \\ &= P(\rho x + \sqrt{1-\rho^2}\xi_j < N^{-1}(PD_j)) \\ &= P\left(\xi_j < \frac{N^{-1}(PD_j) - \rho x}{\sqrt{1-\rho^2}}\right) = N\left(\frac{N^{-1}(PD_j) - \rho x}{\sqrt{1-\rho^2}}\right) \end{aligned} \tag{7.17}$$

ρ为资产相关系数，即$corr(r_j, X) = \rho$。

在违约事件D_j中，回收率既取决于系统因素X，又取决于特质因素Z_j。Z_j只影响违约事件D_j中的回收率，因此，可以估计出回收率R_j：

$$R_j = \mu_j + \sigma q X + \sigma \sqrt{1 - q^2} Z_j \qquad (7.18)$$

q为回收相关系数，即$corr$（R_j，X）＝q。

假设Z_j与X服从相互独立的标准正态分布，因此，R_j服从均值为μj、方差为σ^2的正态分布。可以把μ、σ和q解释为回收率的数量、质量和回收率的敏感性因子。

根据公式（7.17），结合违约概率表中数据，利用条件最大似然估计可以求得ρ，然后再根据公式（7.18），并结合回收数据，利用最大似然率估计则可估计出其他参数。

（3）利用穆迪理想的预期损失率数据求解。

为方便起见，笔者直接利用穆迪理想的预期损失表中的数据。根据公式（7.11），可直接计算出不同期限不同提升级别情况下理想的抵/质押资产价值覆盖率，见表7-2。该抵/质押资产价值覆盖率为最低可接受覆盖率，所对应的到期抵/质押资产价值为所需最低资产价值。

表7-2 理想的抵/质押资产价值覆盖率

提升到 AAA										
级别＼年限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA +	90. 32%	93. 33%	92. 91%	91. 43%	90. 62%	91. 34%	90. 37%	90. 15%	90. 00%	90. 00%
AA	96. 00%	97. 50%	97. 25%	96. 17%	95. 72%	95. 91%	95. 32%	95. 11%	95. 00%	95. 00%
AA −	98. 19%	98. 95%	98. 80%	98. 22%	97. 95%	98. 01%	97. 71%	97. 57%	97. 49%	97. 50%
A +	99. 06%	99. 46%	99. 39%	99. 05%	98. 89%	98. 90%	98. 72%	98. 63%	98. 57%	98. 57%
A	99. 50%	99. 71%	99. 68%	99. 48%	99. 38%	99. 38%	99. 27%	99. 20%	99. 16%	99. 17%
A −	99. 86%	99. 87%	99. 80%	99. 67%	99. 60%	99. 60%	99. 53%	99. 49%	99. 46%	99. 44%
提升到 AA +										
级别＼年限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA	58. 67%	62. 50%	61. 27%	55. 32%	54. 41%	52. 81%	51. 35%	50. 37%	50. 00%	50. 00%
AA −	81. 33%	84. 21%	83. 05%	79. 21%	78. 17%	77. 05%	76. 21%	75. 37%	74. 92%	75. 00%
A +	90. 31%	91. 89%	91. 45%	88. 89%	88. 12%	87. 27%	86. 70%	86. 04%	85. 69%	85. 71%
A	94. 82%	95. 71%	95. 50%	93. 91%	93. 36%	92. 80%	92. 39%	91. 92%	91. 65%	91. 67%
A −	98. 55%	98. 00%	97. 22%	96. 11%	95. 75%	95. 38%	95. 14%	94. 85%	94. 61%	94. 44%

提升到 AA										
级别＼年限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AA－	54.82%	57.89%	56.24%	53.47%	52.11%	51.37%	51.10%	50.37%	49.85%	50.00%
A＋	76.56%	78.38%	77.93%	75.13%	73.95%	73.03%	72.66%	71.88%	71.38%	71.43%
A	87.46%	88.57%	88.37%	86.38%	85.44%	84.73%	84.37%	83.72%	83.30%	83.33%
A－	96.49%	94.67%	92.83%	91.30%	90.68%	90.22%	90.00%	89.62%	89.21%	88.89%
提升到 AA－										
级别＼年限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A＋	48.13%	48.65%	49.57%	46.56%	45.59%	44.55%	44.09%	43.33%	42.93%	42.86%
A	72.24%	72.86%	73.42%	70.72%	69.59%	68.61%	68.03%	67.19%	66.70%	66.67%
A－	92.23%	87.33%	83.61%	81.30%	80.55%	79.89%	79.55%	79.08%	78.49%	77.78%
提升到 A＋										
级别＼年限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A	46.49%	47.14%	47.30%	45.22%	44.11%	43.40%	42.82%	42.10%	41.65%	41.67%
A－	85.03%	75.33%	67.50%	65.00%	64.25%	63.74%	63.42%	63.08%	62.30%	61.11%
提升到 A										
级别＼年限	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A－	72.02%	53.33%	38.33%	36.11%	36.03%	35.93%	36.04%	36.23%	35.39%	33.33%

2.折扣率的确定

确定到期日所需最低抵/质押资产价值之后，还需确定抵/质押资产在期间内的折扣率，才能确定发行债券时所需用于抵/质押的资产价值。在本书中，折扣率是指债券到期日抵/质押资产价值与债券发行日抵/质押资产价值的比率。合理确定折扣率，是抵/质押担保债券信用评级中的一项重要内容。通常，信用评级机构在确定折扣率时，应当重点关注抵/质押资产的质量、变现能力以及稳定性。原则上资产质量越好、变现能力越强、稳定性越高，折扣率越大。

由于折扣率往往随着抵/质押资产的性质以及折扣年限的变化而变化，因此，目前市场上对于各类资产的折扣率并没有统一的看法，对于折扣率的确定存在较大的主观性。

（1）抵押资产折扣率。

对于抵押资产折扣率的确定，本书参考银行抵押贷款对抵押物抵押率的要求。银行对抵押担保的业务处理如下：

①房产（含占用范围内的土地使用权）的抵押率不得超过70%。

②以出让方式取得的土地使用权（含地面房屋及其他建筑物）抵押的，抵押率不得超过70%。

③以划拨方式取得的土地使用权（含地面房屋及其他建筑物）抵押的，抵押率按当地人民政府或土地行政管理部门的相关规定执行。原则上应确定的土地出让金价格，抵押物评估价值按照扣除应缴土地出让金后的价值计算，抵押率不得超过70%。

④以在建工程作抵押，抵押率不得超过70%。

⑤航空器、船舶和车辆等交通运输工具的抵押率不得超过50%。

⑥机器、设备及其他动产的抵押率不得超过50%，且应从严掌握。

表7-3为中国各大银行对不同抵押贷款抵押物的平均抵押率。一般情况下，银行在处理抵押贷款业务时采取比较谨慎的原则，在评估抵押债券抵押资产池的价值时采用低价和保守的原则。但在具体处理过程中，应当结合抵押物的质量、变现能力以及稳定性，做进一步考虑，对同类抵押物的不同情况要区别对待。例如，同样是设备抵押，但一种设备技术更新很快，另一种设备技术更新很慢，在确定折扣率

时就需要区别对待。此外，由于银行对抵押物的抵押率未区分年限，因此，在具体处理过程中对于折扣率可以酌情考虑。

表7-3 中国银行业抵押贷款平均抵押率

抵押物种类	银行平均抵押率	抵押物种类	银行平均抵押率
居住用地	71.34%	商业用房	47.26%
居住用房	59.11%	办公用房	47.26%
商业用地	55.33%	工业用房	46.21%
工业用地	48.28%	设备	29.37%

资料来源：巴曙松.信用风险缓释技术研究——押品、风险管理与新资本协议［J］.金融市场研究，2008，（11），43-44

（2）质押资产折扣率。

对于质押资产折扣率的确定，由于市场没有统一标准，本书将参考银行对质押资产业务的处理，将银行质押资产的质押率作为折扣率。

对于一般动产的质押率原则上不得超过评估价值的60%；而对于权利质押的质押率确定，原则上：

①人民币存款单的质押率不得超过存款行确认数额的90%。

②办理外汇存单和外汇现汇质押授信业务时，若所接受外汇币种与实际使用币种不一致，在确定质押率时应充分考虑汇率波动因素；一年期（含）以内的外汇存单和外汇现汇（国家外汇管理局规定可兑换的币种）的质押率不得超过折算金额的90%；一年期以上的外汇存单和外汇现汇（国家外汇管理局规定可兑换的币种）质押币种与使用币种相一致的，质押率不得超过存单或现汇金额的90%，币种不一致的，质押率不得超过折算金额的70%。

③国家债券的质押率不得超过面额的90%。

④金融债券的质押率不得超过面额的90%。

⑤国家政策性银行、国有商业银行和全国性股份制商业银行出具的银行本票和银行承兑汇票的质押率不得超过面额的90%。

⑥其他银行（含外资银行）承兑汇票的质押率不得超过面额的80%。

⑦上市公司国有股和社会法人股、非上市股份有限公司股份、有限责任公司股份及外商投资企业股权的质押率不得超过评估价值的50%，且应从严掌握。

⑧上市流通的股票质押率最高不能超过60%。

⑨仓单和提单的质押率不得超过仓单和提单项下货物总金额的60%。

⑩电费收费权的质押率不得超过以销售电量和销售电价确定的电费收费权价值的65%。

⑪商标专用权、专利权和著作权中的财产权的质押率应当从严掌握。

此外，应收账款的质押率主要看应收对象资信状况。

银行对质押物质押率的规定仅为本书提供了一定参考，该折扣率为最大折扣率，在具体处理过程中，应当结合质押物的质量、变现能力以及稳定性做进一步考虑，对于同类质押物的不同情况要区别对待。

3.债务人与抵/质押资产存在相关性时的处理

前文在确定抵/质押资产价值覆盖率和抵/质押资产价值时假设债务人与抵/质押资产之间是相互独立的，但在现实情况下，债务人与抵/质押资产之间往往并非完全独立，甚至还可能具有很强的相关性，如债务人用子公司股权作质押。对于这种情况，笔者认为可以将相关性体现在折扣率上。例如，以第三方股权作质押的折扣率为30%，那么用子公司股权作质押时折扣率可取20%，如果公司资产和利润主要来自该子公司，则可进一步降低折扣率，如10%。总之，可采取具体问题具体处理的原则。

7.3.2 城投债增信现状

7.3.2.1 抵/质押担保

1.城投债应收账款质押操作方式、法律效力及增信效果

（1）应收账款质押增信操作方式。

在诸多抵/质押担保方式中，国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”）首创的应收账款质押担保的增信方式得到了机构投资者和市场参与各方的广泛认可。“08合肥建投债”推出了业内首创的应收账款质押担保方式——以应收账款作为质押资产，以保障该期债券本息按照约定如期兑付。其发行方合肥市建设投资控股（集团）有限公司（以下简称“合肥建投”）与合肥市财政局就合肥市美丹路综合建设工程和合肥市一环路综合畅通工程签署了造价为34.56亿元的《投资建设与转让收购（Build andTransfer，简称BT）协议书》（以下简称《BT协议》），《BT协议》产生的应收账款总金额为68.53亿元（含投资利息）。出质人合肥建投、债务人合肥市财政局、监管银行中国农业银行安徽省分行与质权人国信证券，就《BT协议》产生的应收账款签署《应收账款质押合作协议》。一旦发行人出现偿债困难，债券

受托人有权按照《应收账款质押合作协议》处置出质的应收账款以清偿债务。这种应收账款质押担保的增信方式在城投类企业中示范效应比较明显。

2007年10月1日开始实施的《中华人民共和国物权法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第62号）扩大了动产抵押担保范围，规定应收账款、原材料、产成品、半成品以及法律未明确禁止的动产均可设置抵押担保，从而为广泛开展动产担保融资提供了法律依据。

通过BT项目应收账款质押引入地方政府信用的具体操作方式如下：

①编制项目可行性研究报告并取得相应的发改委批文。一般BT项目实施必须按照规定的项目建设程序进行，如必须由专门资质的咨询公司编制《工程可行性研究报告》（包括完成《环评报告》等），由相应的发改委进行批复。

②地方政府报同级人民代表大会批准项目建设方案及偿债方案，授权地方财政局与城投公司签署BT协议，定期回购建设项目，确定回购总额和各期支付安排，并列入地方财政预算。

③城投公司聘请债权代理人（一般为债券主承销商），并与之签署《债权代理协议》。

④城投公司与债权代理人签署《应收账款质押合同》，以应收账款项目回购款质押给债权人。

⑤城投公司和债权代理人共同聘请监管银行并签署《偿债及账户监管协议》，城投公司在监管银行开立监管账户（用于接收政府应收账款）和偿债账户（专门用于偿还债券本息），监管银行根据《偿债

及账户监管协议》安排负责对应收账户的划拨及偿债安排进行资金划拨和监管。

⑥城投公司与债权代理人签署《应收账款抵押登记协议》，由债权代理人负责对应收账户到登记机构进行登记，登记后《应收账户质押合同》生效。

（2）应收账款质押增信的合法性及法律效力分析。

这种通过质押地方政府的应收账款进行融资的方式是否可行？法律效力及增信效果如何？风险怎样防范？笔者主要从以下几方面进行探讨：第一，这种以BT方式产生的应收账款是否可以质押？第二，应收账款质押的法律效力如何？第三，企业无法清偿债务或破产时，债权人能否实现应收账款的质押权？第四，如何对应收账款质押的风险进行防范？这直接影响到债权人的利益保障程度和债券增信效果。

①应收账款是否可以质押？

中国涉及应收账款质押的法律法规主要有《中华人民共和国物权法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第62号）和《应收账款质押登记办法》（中国人民银行令〔2007〕第4号）。应收账款质押属于《中华人民共和国物权法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第62号）第223条新规定的一种权利质押。依据中国人民银行《应收账款质押登记办法》（中国人民银行令〔2007〕第4号）第四条的规定："本办法所称的应收账款是指权利人因提供一定的货物、服务或设施而获得的要求义务人付款的权利，包括现有的和未来的金钱债权及其产生的收益，但不包括因票据或其他有价证券而产生的付款请求权。本办法所称的应收账款包括下列权利：销售产生的债权，包括销售货物，供应水、电、气、暖，知识产权的许可使用等；出租产生的债权，包括出租动产或不动产；提供服务产生的债权；公路、桥梁、隧道、渡口等不动产收费权；提供贷款或其他信用产生的债权。"

BT项目中，城投公司对地方政府享有的，是为政府提供建筑施工服务产生的一种债权。虽然由于在BT模式下，施工单位还负责融资，但这并不能改变建筑施工服务的本质，如原中华人民共和国建设部2003年2月13日出台的《关于培育发展工程总承包和工程项目管理企业的指导意见》（建市〔2003〕30号）提出："鼓励有投融资能力的工程总承包企业，对具备条件的工程项目，根据业主的要求，按照建设—转让（BT）、建设—经营—转让（BOT）、建设—拥有—经营（BOO）、建设—拥有—经营—转让（BOOT）等方式组织实施。"因此，城投公司依据BT协议对地方政府享有的债权符合上述可质押权利的特征，可以作为质押标的。

②债权法律效力如何(注)?

城投公司对地方政府享有的债权是合法有效的，主要表现在以下几个方面：

（a）BT项目实施的前提必须是已经完成了项目立项手续。

一般BT项目实施必须按照规定的项目基本建设程序进行，如必须由具有专门资质的咨询公司编制《工程可行性研究报告》（包括完成《环评报告》等），相应的发改委进行批复；设计院依据批复进行初步设计，编制初步设计（概算）文件，发改委对初步设计（概算）进行批复，批复后的概算作为项目总投资的控制目标；设计院依据批复的概算进行施工图设计并编制预算文件，施工图经审查，确定施工预算。施工图预算还需通过地方政府投资评审中心的审核。确定的施工图预算即为BT协议签署的依据。

（b）签署的BT协议是合法有效的。

城市基础设施以BT模式实施，符合国家相关政策。国务院出台的《国务院关于投资体制改革的决定》（国发〔2004〕20号）明确提出

了“鼓励社会投资，放宽社会资本的投资领域，允许社会资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域……鼓励和引导社会资本以独资、合资、合作、联营、项目融资等方式，参与经营性的公益事业、基础设施项目建设……”城投公司与地方政府（或政府授权的部门）依据《中华人民共和国合同法》（中华人民共和国主席令〔1999〕第15号）和《中华人民共和国采购法》（中华人民共和国主席令〔2002〕第68号）签署的BT协议是双方真实意思的表示，是合法有效的。

（c）实施BT模式必须经过同级人民代表大会批准，并列入财政年度预算，地方政府采购款的支付程序是合法有效的。

BT项目对于地方政府来说，本质上还是地方政府投资项目，只是在建设期的筹资方式有别于传统的政府投资项目，但项目建设完成后，还是要用地方政府预算资金来偿还施工企业的投资。因此依据《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）及其他法律法规，作为重大的政府投资，需要经得同级人民代表大会（或常务委员会）的批准。依据该文件地方财政将政府还款列入分年度财政预算中，以落实政府还款资金。

（3）应收账款质押担保的弊端[注]。

由于配套的法律法规及司法解释的滞后，应收账款质押担保在实践中也出现了种种弊端，主要表现在：

①鉴于账面上的应收账款不像动产那样容易掌控，虽然法律上允许应收账款质押，但在扩大担保面的同时也会增加相应的风险，信用风险可能增大。

应收账款质押虽然是一种权利质押，但由于应收账款是建立在债务人商业信用基础之上的信用债权，应收账款质押担保的可靠性取决

于应收账款本身质量的好坏，即很大程度上依赖次债务人（应收账款债务人）的信用状况；如果应收账款本身缺乏真实性、可靠性且次债务人信用程度较差，则应收账款的保障性就差。

②在应收账款质押登记后，登记申请主体即质权人可自行根据情况随时申请注销质押登记，属于“单方登记”。也就是说，应收账款质押登记的效力和是否终止始终由质权人“控制”。而作为登记机构的中国人民银行征信中心只对登记文件进行审查，其既不向出质人进行核实或确认，也不对出质人所出质的应收账款进行调查或向次债务人进行核实和确认。登记文件及所质押应收账款的真实性和合法性，均由登记申请主体即质权人自行审查和负责，属于“消极担保登记”。因此这种登记的主观性、单一性和消极性极易导致其片面性，使其客观真实性减弱，造成权力实现的风险增大。

③质权人在为企业办理应收账款质押担保中所存在的风险也十分明显。例如，质押人的债务是否真实存在；质押人是否利用提前开票、虚假账龄或虚构应收账款等行为进行欺诈。其中，在应收账款质押担保方式中，加重了质权人的审查责任和义务。

④应收账款质押登记的内容具有一定的“随意性”。中国人民银行征信中心《应收账款质押登记办法》（中国人民银行令〔2007〕第4号）和《应收账款质押登记操作规则》[注]规定，质权人既可以对应收账款进行概括性描述，也可对其进行具体描述，这样极易造成权利义务和责任范围的不清晰。而在办理质押登记方面，登记机构所登记的内容具有相对统一性，即一般须载明质押的财产范围和质押权人的名称等，并以登记为准，对质押的相关法律关系予以确认。

⑤应收账款实质上是债务人对次债务人享有的已到期或未到期的未清偿债权，具有相对性，不属于绝对性。因此，应收账款的实现，既要受到其次债权人（出质人）对应收账款不同处置的影响，还要受

到诉讼时效制度的制约，甚至可能受到次债务人抗辩权和追索权的制约。虽然应收账款在质押时进行了登记，但应收账款的转让又具有隐蔽性，出质人可能在应收账款出质后再将其转让，或次债务人在债务到期时向出质人清偿或到期时提前予以清偿而消灭应收账款时，质押的标的灭失。此时质权人的利益就会受到损害，应收账款质押担保就会失去保障功能。

⑥质权人虽在应收账款质押后对其享有质押权，但应收账款仍处于出质人的管理下，并且出质人是否有效管理应收账款会影响应收账款的有效性。特别是，由于对次债务人的信用和清偿行为难以掌控。这种有效性还在较大程度上控制在次债务人的手中，给质权人权利的实现带来风险。

（4）城投公司债券应收账款质押增信效果分析。

从实际操作方式来看，以对地方政府的应收账款为债券提供质押担保，对债券持有人的权益有一定的保障。

①政府还款账户受控于监管银行。在《偿债及账户监管协议》中约定，城投公司需开立监管账户和偿债账户。监管账户专用于接受政府应收账款，偿债账户专用于偿还债券本息，并明确约定城投公司不得随意动用账户内资金，监管银行可以随时监控偿债账户中资金情况，并授权监管银行在偿债账户内资金不足时可以从监管账户无条件划转资金至偿债账户，以保障债券当期本息的偿还。

②依据《中华人民共和国物权法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第62号）和《应收账款质押登记办法》（中国人民银行令〔2007〕第4号）的规定，应收账款需要到中国人民银行征信系统进行质押登记，经合法登记的质权具有对抗第三人的效力，登记在先的先于登记在后的主张债权。即对应收账款质押进行了登记，则无论城投

公司是否涉及其他债务纠纷，甚至是破产，债权人均能够就该债权优先受偿，债券本息的偿还有保障。

③从金额上看，一般应收账款对债券本息偿还的覆盖程度较高。从已发行的用政府应收账款增信的案例来看，用于提升信用等级的应收账款对债券本金的覆盖率基本都在2倍以上。

综上所述，城投公司以对地方政府的应收账款质押给债权人的担保方式符合《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）和《中华人民共和国物权法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第62号）等法律法规的规定，再经中国人民银行征信系统的质押登记，是合法有效的担保。另外，通过监管银行监管相应接受应收账款账户和偿债账户，并获得城投公司的划款授权，债券本息的偿还是有保障的。

从实际操作情况来看，以应收账款质押增信的效果比较明显，见表7-4。

表7-4 截至2009年12月31日中国城投债应收账款质押增信情况

债券简称	发债主体	主体信用等级	债券信用等级	覆盖率（倍）
08 合肥建投债	合肥市建设投资控股（集团）有限公司	AA +	AAA	4.03
08 天保投资债	天津保税区投资有限公司	AA	AA	1.82
08 苏高新债	苏州高新区经济发展集团总公司	AA –	AAA	3.56
09 渝隆债	重庆渝隆资产经营（集团）有限公司	AA	AA	4.39
09 春华债	呼和浩特春华水务开发有限责任公司	AA	AA +	2.38
09 长春城开债	长春城市开发（集团）有限公司	AA	AA +	6.78
09 铜城投债 01	铜陵市城市建设投资开发有限责任公司	AA –	AA	3.70
09 津城投 2	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	AA +	AAA	3.26
09 镇城投债	镇江市城市建设投资公司	AA –	AA +	3.24
09 昆创控债	昆山市创业控股有限公司	AA	AAA	2.73
09 吴国资债	吴江市东方国有资产经营有限公司	AA –	AA +	4.24
09 池城投债	池州城市经营投资有限公司	A +	AA	1.90
09 闽漳龙债	福建漳龙实业有限公司	AA –	AA	2.04
09 淄博城运债	淄博市城市资产运营有限公司	AA	AA +	2.89
09 岳城建债	岳阳市城市建设投资有限公司	AA –	AA	2.03
09 扬州开发债	扬州经济开发区开发总公司	AA –	AA	2.39
09 锡经发债	无锡市新区经济发展集团总公司	AA –	AA +	2.98
09 潭城建债	湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	AA –	AA	2.17
09 蓉工投债	成都工业投资集团有限公司	AA	AAA	2.47
09 赣州发展债	赣州发展投资控股集团有限责任公司	AA	AAA	2.97
09 合肥建投债	合肥市建设投资控股（集团）有限公司	AA +	AAA	2.65
09 扬城建债	扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司	AA	AAA	2.79
09 株城投债	株洲市城市建设投资经营有限公司	AA –	AA +	5.45
09 伊城投债	伊春市城市建设投资开发有限责任公司	A +	AA –	2.54

债券简称	发债主体	主体信用等级	债券信用等级	覆盖率（倍）
09 江阴城投债	江阴城市建设投资有限公司	AA	AA +	2. 99
09 汾湖债	苏州汾湖投资集团有限公司	AA –	AA +	3. 96
09 邕水务	南宁建宁水务投资集团有限责任公司	AA	AAA	3. 34
09 吉安城投债	吉安市城市建设投资开发公司	AA	AA +	2. 95
09 新海连债	江苏新海连发展有限公司	AA	AA +	2. 90
09 沈国资债	沈阳农业高新区国有资产经营有限公司	AA –	AA	2. 53
09 盘锦建投债	盘锦建设投资有限责任公司	AA –	AA	3. 02
09 镇江新区债	镇江新区经济开发总公司	AA	AA +	3. 27
09 九城投债	九江市城市建设投资有限公司	AA –	AA +	3. 67
09 淮城资债	淮安市城市资产经营有限公司	AA	AA +	1. 62
09 铁岭债	铁岭公共资产投资运营有限公司	AA –	AA +	3. 76

不包括采用应收账款质押担保之外还采用了土地抵押担保或第三方担保的债券。

从表7-4中统计数据可以看到，大部分能起到增信作用的质押应收账款金额对债券本金的覆盖倍数均在2倍以上，但具体对覆盖倍数要求不一，在同一主体级别基础上提升相同等级所要求的覆盖倍数有较为明显的差别。例如：从AA＋提高到AAA的债券有3期，平均覆盖倍数为3.31倍；从AA提高到AAA的债券有5期，平均覆盖倍数为2.86倍；从AA提高到AA＋的有8期，平均覆盖倍数为3.22倍，其中最低覆盖倍数为1.62倍，最高覆盖倍数为6.78倍，覆盖倍数相差较大；从AA-提高到AA＋的债券有7期，平均覆盖倍数为3.90倍；从AA-提高到AA的债券有7期，平均覆盖倍数为2.55倍。其他还有覆盖倍数较高但没有提升信用等级的。从以上分析可以看出，作为一种新的债券增信方式，目前对达到基本覆盖要求的应收账款质押的覆盖倍数没有统一的标准。这主要受几个方面原因的影响：首先，各城投公司债券规模不一；其次，质押的应收账款金额受各BT项目规模的限制；最后，与地方政府的偿债能力有一定的关系，各地方政府财政实力不一，所能承担的应

收账款也有一定的差别。从整体来看，用地方政府应收账款质押增信的效果比较明显。

2.城投债土地使用权抵押操作方式、法律效力及增信效果

地方政府融资的目的主要是投资地方重大基础设施建设，一般来说，项目规模较大，期限较长，这就决定了其融资需求也较大。而《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第43号）规定：累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的40%。一般的城投公司规模相对较小，为扩大融资规模，地方政府一般通过资产划拨方式做大城投公司总资产。地方政府拥有最多的资源是土地使用权，因此，土地使用权的划拨是政府做大城投公司资产规模的常见手法。

表7-5 截至2009年12月31日土地使用权抵押增信城投债概况(注)

名　称	规模（亿元）	期限（年）	主体信用等级	债券信用等级	抵押资产及土地使用权类型	土地用途	评估值（亿元）
08 蒙奈伦债	5	7	A	AA	1 宗国有出让土地	种植、养殖用地（政府同意变更为商住开发用地）	12.51
08 诸城企业债	8	10	A+	AA	1 宗国有划拨用地、2 宗国有出让土地	划拨用地用途为园地、林地、工矿；出让土地用途为商业、住宅	16.72
08 长兴债	15	7	A+	AA	3 宗国有出让土地	城镇混合住宅用地	42.35
09 怀化城投债	13	10	A+	AA	43 宗国有出让土地	商服或商住	30.63
09 六安城投债	15	7	A+	AA	19 宗国有划拨用地、9 宗国有出让土地	划拨用地用途为综合；出让用地为商业、住宅	39.4
09 盐国资债	10	7	A+	AA	1 宗国有出让土地	商业、高档住宅用地	25.11
09 海投债	6	7	AA-	AA	2 宗国有出让土地	商服、住宅、商业、教育（幼儿园）	14.62
09 湖交投债	15	7	AA-	AA+	26 宗国有出让土地	城镇混合住宅用地或商业、商服用地	37.87
09 长经开债	5.8	6	A+	AA	17 宗国有出让土地和 6 处房产	商业用地	12.89
09 青州企业债	6	10	A+	AA	国有出让土地	商业、住宅	11.76
09 淮南城投债	15	7	AA-	AA+	15 宗国有出让土地、17 宗国有划拨用地	商住	44.24
09 临海债	10	7	A+	AA	9 宗国有土地所有权	城镇混合住宅、商业住宅用地	33.94
09 衡城投债	15	7	AA-	AA+	3 宗国有出让土地使用权	商业、住宅用地	31.90
09 宜城投债	12	7	AA-	AA+	8 宗国有土地使用权	商住、住宅用地	26.43
09 榕建总债	10	7	AA	AA+	2 宗国有土地使用权、1 项在建工程	商业金融、住宅、文化娱乐、公共绿化用地	22.64

（1）城投债土地使用权抵押增信操作方式。

一般政府通过土地划拨或出让的形式做大城投公司资产后，将土地使用权证办到城投公司名下，城投公司再利用政府划拨过来的土地使用权为债券提供抵押担保。

具体操作方式如下：

①债券发行人出具《土地使用权抵押承诺函》，承诺将其合法和完整拥有的具体土地使用权（土地证编号和面积）用于债券发行抵押，并承诺在债券发行完毕后的几个工作日内完成抵押资产登记手续。

②发行人聘请债权代理人，一般为债券主承销商，签署债权代理协议，债权代理人代表债券持有人与发行人签署《资产抵押合同》。

③发行人聘请具备相应资质的资产评估机构，按年对抵押资产的价值进行评估，并出具《资产评估报告》。

④发行人和债权代理人共同聘请抵押资产监管人（一般为银行）对抵押资产进行监管。抵押资产监管人的义务主要为：妥善保管抵押资产办理抵押登记的各项权利凭证，并做好这些权利凭证的交接记录；对抵押资产进行日常监督；按照约定计算抵押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率，比率低于约定倍数的，通知发行人追加抵押资产，并向债权代理人报告。

⑤抵押资产的追加、释放及置换。《资产抵押合同》或《抵押资产监管协议》中一般规定了抵押资产的追加、释放和置换条款。在债券存续期间，如抵押资产的评估价值低于债券未偿还本息约定覆盖比例时，发行人应追加抵押资产并进行相应的评估和抵押登记；如抵押资产的评估价值超过债券未偿还本息约定覆盖比例时，发行人有权选

择解除超过覆盖比例部分的抵押资产；发行人可根据需要对抵押资产进行置换，但必须保证拟用于置换的资产为发行人合法拥有的土地使用权，并保证在置换后抵押比率不低于约定比例。拟用于置换的资产应经具备相应资质的资产评估机构进行评估并出具资产评估报告。

（2）土地使用权抵押增信的合法性及法律效力。

中国涉及土地使用权抵押的法律法规主要有：《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）、《中华人民共和国土地管理法》（中华人民共和国主席令〔2004〕第28号）、《中华人民共和国城市房地产管理法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第72号）、《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》（国土资发〔2006〕114号）和《关于土地使用权抵押登记有关问题的通知》（国土［籍］字〔1997〕第2号）等。《中华人民共和国土地管理法》（中华人民共和国主席令〔2004〕第28号）第2条规定："中华人民共和国实行土地的社会主义公有制，即全民所有制和劳动群众集体所有制。全民所有，即国家所有土地的所有权由国务院代表国家行使。任何单位和个人不得侵占、买卖或者以其他形式非法转让土地。土地使用权可以依法转让。国家为了公共利益的需要，可以依法对土地实行征收或者征用并给予补偿。国家依法实行国有土地有偿使用制度。但是，国家在法律规定的范围内划拨国有土地使用权的除外。"即规定了土地所有权不可转让，土地使用权可以转让。

土地使用权按土地所有者类型可划分为国有土地使用权和集体土地使用权。《中华人民共和国土地管理法》（中华人民共和国主席令〔2004〕第28号）规定："城市市区的土地属于国家所有；农村和城市郊区的土地，除法律规定属于国家所有的以外，属于农民集体所有；宅基地和自留地、自留山，属于农民集体所有。"地方政府划拨给城投公司的土地一般在市区，绝大部分属于国有土地。

土地使用权按取得方式可划分为出让土地使用权和划拨土地使用权。土地使用权出让是指国家将国有土地使用权在一定年限内出让给土地使用者，由土地使用者向国家支付土地使用权出让金的行为。通过出让方式取得的国有土地使用权即为出让土地使用权。土地使用权划拨是指县级以上人民政府依法批准，在土地使用者交纳补偿和安置等费用后将该土地交付其使用，或者将土地使用权无偿交付给土地使用者使用的行为。除法律和行政法规另有规定外，没有使用期限的限制。通过出让土地使用权以外的其他各种方式依法取得的国有土地使用权均为划拨土地使用权。

从已发行债券情况来看，抵押的土地使用权有出让土地使用权，也有划拨土地使用权。从笔者了解到的未发行城投公司债券情况来看，以划拨土地使用权抵押的越来越多，因为这种方式是政府迅速做大城投公司资产规模，并用以抵押增信的一种有效方式。

①城投公司取得的这种划拨国有土地使用权是否可以抵押？

《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）和《中华人民共和国城市房地产管理法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第72号）对划拨的国有土地使用权能否作抵押虽然没有明确的规定，但也无禁止性的规定。例如《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）第三十四条所列可以抵押的财产有“抵押人依法有权处分的国有土地使用权、房屋和其他地上定着物；抵押人依法承包并经发包方同意抵押的荒山、荒沟、荒丘、荒滩等荒地的土地使用权”。第三十七条所列不能抵押的有“土地所有权；耕地、宅基地、自留地、自留山等集体所有的土地使用权；学校、幼儿园、医院等以公益为目的的事业单位、社会团体的教育设施、医疗卫生设施和其他社会公益设施；所有权、使用权不明或者有争议的财产”。《中华人民共和国城市房地产管理法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第72号）第50条规定“设定房地产抵押权的土地使用

权是以划拨方式取得的，依法拍卖该房地产后，应当以拍卖所得的价款中缴纳相当于应缴纳的土地使用权出让金的款额后，抵押权人方可优先受偿”。从以上两个法规可以看出，对于划拨的国有土地使用权能否抵押，没有从正面予以明确规定。《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》（国土资发〔2006〕114号）第四十四条“划拨土地使用权，除本条例第四十五条规定的情况外，不得转让、出租、抵押”，规定了在具备法定条件下划拨土地使用权可以抵押。其中，第四十五条规定了划拨土地使用权抵押的唯一情形，即在具备：（a）土地使用者为公司、企业、其他经济组织和个人；（b）领有国有土地使用证；（c）具有地上建筑物、其他附着物合法的产权证明；（d）依照本条例第二章的规定签订土地使用权出让合同，向当地市、县人民政府补交土地使用权出让金或者以转让、出租、抵押所获收益抵交土地使用权出让金等条件下，经市、县人民政府土地管理部门和房产管理部门批准，可以和地上建筑物、其他附着物所有权一并转让、出租、抵押。

由于划拨的土地使用权的取得分为两类，一类是历史上形成的，一类是有目的划拨的，所以可以理解为国家并不鼓励企业或单位用单独的划拨土地使用权去作抵押，只是没有明文规定禁止或限制这样做而已。这里的原因主要是：（a）历史上形成的划拨土地，早已被有关单位或企业开发建设，已经很少再有成片的未开发建设的划拨的国有土地；（b）划拨的国有土地主要用于国家机关用地或军事用地，城市基础设施用地和公益事业用地，国家重点扶持的能源、交通和水利等项目用地，法律和行政法规规定的其他用地。而教育、医疗、市政、社会福利机构设施及社会公益设施所占用的房地产不能用作抵押。所以，单一划拨的土地使用权抵押的情况以前不是太多，这可能也是法律对划拨国有土地使用权抵押未有明确规定的原因之一。

因此，应当对土地使用者的处分权作一分为二的分析。划拨土地使用权分为基于经营公共目的的划拨土地使用权和经营用地目的的划

拨土地使用权。前者如国家机关和军事机关等公共法人享有的划拨土地使用权，必须服务于公共目的，不进入流通领域，土地使用者不具有处分权。后者如国有企业及其他法人享有的划拨土地使用权，可以在市场上作为商品进行投资和交易，实现土地价值的保值和增值，土地使用者具有处分权，只是该处分权受到严格限制。

立法上，中国原则上已经承认划拨土地使用权是一种财产权，允许土地使用者进行处分，当然包含有权设定抵押。中华人民共和国国土资源部于2001年2月13日发布的《关于改革土地估价结果确认和土地资产处置审批办法的通知》（国土资发〔2001〕44号）明确规定“企业改制时，可依据划拨土地的平均取得和开发成本，评定划拨土地使用权价格，作为原土地使用者的权益，计入企业财产”，首次明确企业的划拨土地权益，承认划拨土地使用权是一种财产权。㊟

综上所述，划拨的国有土地使用权在满足条件的情况下是可以抵押的。

②划拨国有土地使用权抵押的法律效力如何?

划拨土地使用权享有处分权是应当肯定的，但划拨土地使用权与出让土地使用权的有偿使用方式相比，在取得方式和形成原因上毕竟有所不同，土地使用者是无偿或者变相无偿地取得土地使用权，并没有支付相应对价，其用途和流转必然受到一定限制。在企业就划拨土地使用权设定抵押时，这种限制表现为抵押必须履行审批登记手续，否则会影响抵押的效力。

实践中，认定划拨土地使用权的争议焦点主要在于是否必须同时履行审批和登记两道程序。中华人民共和国国土资源部2004年1月14日发布的《关于国有划拨土地使用权抵押登记有关问题的通知》（国土资发〔2004〕第9号）最终确认，对于以划拨土地进行抵押的，只要到土地行政管理部门办理了抵押登记，则视为经过审批，抵押合同有效

成立。但是该通知并未明确在划拨土地使用权抵押经过了审批但未进行登记时的效力，这有待于相关法律法规进一步明确。一般认为，以划拨土地进行抵押的，抵押登记时土地行政管理部门会进行审查，所以可认定登记视同于审批；而对于经过了审批但未进行登记的情形，由于审批的文件一般并不对外公开，故难以产生登记的公示作用和公信力。《中华人民共和国物权法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第62号）第九条也规定："不动产物权的设立、变更、转让和消灭，经依法登记，发生效力；未经登记，不发生效力，但法律另有规定的除外。"因此，经过审批但未办理登记的，应视为抵押权的设立尚未发生法律效力。

值得注意的是，根据《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）第四十二条的规定，以城市房地产抵押的，办理抵押物登记的部门为县级以上地方人民政府规定的部门。出于历史原因，有的地方政府指定工商行政管理部门作为房地产抵押的登记部门。若企业以划拨土地使用权及其地上建筑物进行抵押时，仅在工商行政管理部门办理了登记手续，抵押是否有效呢？笔者认为抵押无效。因为中华人民共和国国土资源部《关于国有划拨土地使用权抵押登记有关问题的通知》（国土资发〔2004〕第9号）规定"以国有划拨土地使用权为标的物设定抵押，土地行政管理部门依法办理抵押登记手续，即视同已经具有审批权限的土地行政管理部门批准，不必再另行办理土地使用权抵押的审批手续"，该通知仅规定了土地行政管理部门的登记能够代替土地行政管理部门的审批，而工商行政管理部门的登记无论如何也替代不了土地行政管理部门的审批。

所以，尽管在理论上对划拨土地使用权可以作抵押，且经过抵押审批和登记后有法律效力，但在实际操作中，接受该抵押物时一定要慎重。要确认发行人或券商是否与有关房屋土地管理部门取得联系，了解房屋土地管理部门是否对该种抵押予以办理登记，是否具有实际可操作性。

③企业无法清偿债务或破产时，债权人能否实现划拨土地使用权的抵押权?

修订后的《中华人民共和国企业破产法》（中华人民共和国主席令〔2006〕第54号）已经于2007年6月1日起施行。在企业的破产清算过程中，作为企业最重要生产资料的国有划拨土地使用权成了债权人、破产企业和地方政府关注的对象。破产企业国有划拨土地使用权的处置，尤其是在设定了抵押权情况下的处置，是破产案件中最复杂的问题。

企业的财产在破产时通常所剩无几，划拨土地使用权成为安置职工、支付破产费用和实现债权的财产。对于划拨土地使用权的抵押权人而言，即使在办理了合法有效的审批登记手续并取得抵押权后，仍然存在风险，尤其是面临来自地方政府收回划拨土地使用权的风险。《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》（国土资发〔2006〕114号）第四十七条规定："无偿取得划拨土地使用权的土地使用者，因迁移、解散、撤销、破产或者其他原因而停止使用土地的，市、县人民政府应当无偿收回其划拨土地使用权，并可依照本条例的规定予以出让。对划拨土地使用权，市、县人民政府根据城市建设发展需要和城市规划的要求，可以无偿收回，并可依照本条例的规定予以出让。无偿收回划拨土地使用权时，对其地上建筑物、其他附着物，市、县人民政府应当根据实际情况给予适当补偿。"

从这一条款可以看出，在无偿取得划拨土地使用权的土地使用者因破产而停止使用土地的，政府有权无偿收回。但另一方面，又在该条例第四十四条和第四十五条规定符合法定条件下的划拨土地使用权可以抵押，也就在法律上认可了抵押权人的抵押权。同样，《最高人民法院关于破产企业国有划拨土地使用权应否列入破产财产等问题的批复》（法释〔2003〕第6号）第一条规定了政府的回收权，"破产企业以划拨方式取得的国有土地使用权不属于破产财产，在企业破产

时，有关人民政府可以予以收回，并依法处置”。又在第二条认可划拨土地使用权的有效抵押，“如果企业对以划拨方式取得的国有土地使用权设定抵押时，履行了法定的审批手续，并依法办理了抵押登记，应认定抵押有效”。上述文件的立法原意应当是在划拨土地使用权未设定抵押的前提下，若符合法定的条件即可无偿收回。

根据原中华人民共和国国家土地管理局《关于认定收回土地使用权行政决定法律性质的意见》（国土［法］字〔1999〕第153号）第七条的规定，地方政府以“破产而停止使用”为由收回划拨土地使用权的行为属于行政处理决定。抵押权人可以地方政府“收回划拨土地使用权的行政处理决定违反法律规定，侵犯其抵押权”为由，根据《中华人民共和国行政诉讼法》（中华人民共和国主席令〔1989〕第16号）第十一条的规定向人民法院提起行政诉讼，请求人民法院撤销地方政府收回已经设定抵押的划拨土地使用权的决定，进而通过其他程序实现抵押权。因此，抵押权人还是有法律途径来实现划拨土地使用权的抵押权。

但应当注意的是在实现抵押权时，划拨的土地应改变成为出让的土地，出让土地需缴纳土地出让金。这就存在土地出让金如何确定，依据何种标准计算的问题。中华人民共和国国土资源部和中华人民共和国财政部等有关部门，对补缴土地出让金都没有一个统一的计算标准和规范，而不同的计算标准，会直接影响抵押权人实现债权的数额高低，因此土地出让金如何确定也是一个各方利益主体争执不休的问题。实践中主要有以下几种情形：（a）通常在划拨土地使用权设定抵押时，抵押人和抵押权人都会被要求与当地土地管理部门签订《划拨土地使用权抵押合同》，在该合同中约定将来实现抵押权时应先按该合同约定的土地价格标准扣足土地出让金的款额后，抵押权人方可优先受偿。理论上讲，在拍卖土地使用权，实现抵押权时，应按此标准补缴土地出让金，剩余部分由抵押权人优先受偿，这是对抵押权人最为有利的一种确定标准。但是，随着市场变化，地方政府一般不愿放

弃土地价格上涨带来的利益，拒绝按原定合同执行。（b）按实现抵押权时当地政府公布的基准地价确定应补缴的土地出让金，基于基准地价通常会低于实际交易价格，这对抵押权人也是比较有利的。（c）按评估价格确定，但是土地价格评估操作复杂而且专业性太强，各方对于评估结果多有争议。（d）按实现抵押权时该土地周围和条件基本相当的市场价格确定，因为成交价格一般高于标定地价与基准地价，而且有关法规仅规定在此基础上的比例下限，抵押权人通常难以接受这种计算方式。土地出让金的确定及其引起的诸多争议，在有关法律法规予以明确之前尚无法定论。

综上所述，中国对划拨土地使用权的抵押以及抵押权的实现在法律上存在规定不是很明确的地方，城投公司债券如果在《资产抵押合同》中没有规定明确的相应条款，土地抵押权人在实现抵押权的过程中可能会面临一些问题。实践中，对破产企业以划拨土地使用权设定的抵押权的实现，需要法院、政府、破产清算组和抵押权人等各方共同协调才能完成。

（3）城投公司债券土地使用权抵押增信效果。

从已发行的用土地使用权抵押增信的城投公司债券的情况看，土地抵押增信的效果很明显，见表7-6。

表7-6 截至2009年12月31日土地使用权抵押增信城投债概况注

名　称	发行主体	主体信用等级	债券信用等级	本金覆盖率（倍）
08 蒙奈伦债	内蒙古奈伦集团股份有限公司	A	AA	2.50
08 诸城企业债	诸城市经济开发投资公司	A +	AA	2.09
08 长兴债	长兴县交通建设投资有限公司	A +	AA	2.82
09 怀化城投债	怀化市城市建设投资有限公司	A +	AA	2.36
09 六安城投债	六安城市建设投资有限公司	A +	AA	2.62
09 盐国资债	海盐县国有资产经营有限公司	A +	AA	2.51
09 海投债	厦门海沧投资总公司	AA −	AA	2.44
09 湖交投债	湖州市交通投资集团有限公司	AA −	AA +	2.52
09 长经开债	长沙经济技术开发有限公司	A +	AA	2.22
09 青州企业债	山东省青州市宏源公有资产经营有限公司	A +	AA	2.87
09 淮南城投债	淮南市城市建设投资有限责任公司	AA −	AA +	2.95
09 临海债	临海市基础设施投资有限公司	A +	AA	3.39
09 衡城投债	衡阳市城市建设投资有限公司	AA −	AA +	2.13
09 宜城投债	安庆市城市建设投资发展（集团）有限公司	AA −	AA +	2.20

从表7-6可以看出，用土地抵押担保进行增信的债券中最多的是从A＋到AA，共有8期，平均覆盖倍数为2.61倍；从AA-提高到AA＋的案例有4期，平均覆盖倍数为2.43倍；提高一个小级别的只有1期，从AA-到AA，覆盖率为2.44倍。整体来看，用土地抵押增信的效果比较明显。

7.3.2.2 第三方担保

1.区域内其他国有控股企业担保

由于经营范围的限制，城投公司大多在本地区寻求担保。该种担保方式多为通过利用其在当地的影响力及与国有企业之间长期积累的关系，获取当地信用水平高的国有企业支持。区域内企业提供担保主要包括以下两种形式：

一种形式为由信用水平相当或较高的企业提供担保，在这种形式下，增信效果一方面取决于担保人的信用级别；另一方面取决于担保

人与发行人之间的违约相关系数，两者之间的违约相关系数越小，额外增信效果越强。从现实情况来看，该类担保形式的增信效果一般较好，以该种方式发行的城投债较多。以“08嘉城投债”为例，该期债券由嘉兴市高等级公路投资有限公司提供担保。除担保之外，发行人与嘉兴市规划与建设局签订代建回购合同，并由嘉兴市财政局提供回购资金支付的连带责任保证担保，该回购协议经嘉兴市人民代表大会常务委员会批文同意，回购资金优先用于本期债券的偿付。在该方案中，通过回购协议的方式引入政府信用，绕过了国家机关不得作为保证人的限制，信用等级从主体的AA-提升至债项AA＋，增信效果明显。另一种形式则是互保，典型的案例是宁波城建投资控股有限公司与宁波交通投资控股有限公司互相担保、重庆市水利投资（集团）有限公司与重庆交通旅游投资集团有限公司互相担保（见表7-7）。由于互保双方一般都处于同一地区，因此，城投公司之间的互保不利于分散风险，增信效果也较为有限。以重庆市水利投资（集团）有限公司与重庆交通旅游投资集团有限公司互保为例，由于两城投公司均属于重庆市八大投资集团，尽管两者业务不同，但均隶属于重庆市，其所发行债券本息的偿还均依赖于重庆市财政，违约相关系数较大。这种互保实质上并不能分散风险，两城投公司所发行的城投债的债券信用等级均为AA，未实现增信。其寻求担保的目的可能是为了符合保监会《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会〔2005〕第72号）的规定㊟。

表7-7 中国城投债互保案例

序　号	发行人	主体信用等级	债券信用等级	期限（年）	发行利率（%）
1	宁波城建投资控股有限公司	AA	AA＋	7	4.79
	宁波交通投资控股有限公司	AA－[1]	AA[2]	5	6.90
2	重庆市水利投资（集团）有限公司	AA	AA	7	5.92
	重庆交通旅游投资集团有限公司	AA	AA	7	6.30

1 中诚信国际已于2009年1月6日将宁波交通投资控股有限公司长期主体信用等级由AA-调升至AA。

2 中诚信国际已于2009年1月6日将2008年宁波交通投资控股有限公司公司债券信用等级由AA调升至AA＋。

通过寻求区域内其他企业担保的方式，其优点在于操作简单，可实现一定的增信作用，但其缺点也显而易见：（1）由于担保方和被担保方均在同一区域内，两者面临的系统性风险较大，难以很好地起到风险分散的效果，担保增信效果受到不利影响；（2）担保行为是担保方的或有负债，如大规模推广可能形成整个区域经济体系的系统性风险，对实体经济造成负面影响。

2.专业担保公司担保

典型案例有"08西基投债"和"08蒙路债"，这两期债券均由中国投资担保公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

除担保外，"08西基投债"和"08蒙路债"均采取了其他的偿债保障措施。"08西基投债"由西安市政府以政府文件的形式，承诺通过投资补助方式给予发行人西安城市基础设施建设投资集团有限公司政策支持，确保公司偿债需要。由于发行人本身与中国投资担保公司信用水平相当，担保的增信效果不明显；同时政府承诺仅为单方面的道德义务，不具备强制约束力，因而也未起到增信作用，该债券信用等级和发行人的主体信用等级均为AA，其寻求担保的目的可能也是为了符合保监会《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会〔2005〕第72号）的规定。

"08蒙路债"由发行人设置车辆通行费归集账户和偿债资金专户，约定偿债账户资金的提取方式和提取金额，并由中国投资担保公司进行监管，如债务人未及时提取偿债基金，中国投资担保公司有权对归集账户实施限制。该方案通过担保和设立有效的偿债账户，对债券本息的偿还提供了进一步保障，信用等级从主体的AA提升至债项AA＋。

然而由于中国担保行业仍处于起步阶段，多数担保机构规模较小，实力偏弱，信用水平不高，因此，目前担保公司在债券市场中未发挥重要作用。

但实际上，投资者对担保公司担保的城投债的认可程度较高。铜陵市城市建设投资开发有限责任公司同时发行的两个不同品种城投债分别采用了不同的增信模式（见表7-8），“09铜城投债01”以应收账款质押的方式进行增信，“09铜城投债02”由中国投资担保有限公司和安徽省信用担保集团有限公司共同提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保后债券信用等级均为AA。尽管“09铜城投债01”期限比“09铜城投债02”短，利率水平却显著高于“09铜城投债02”，说明相对于应收账款质押，投资者更认可担保公司担保的品种。

表7-8 “09铜城投债01”与“09铜城投债02”债券发行情况比较

名　称	规模（亿元）	期限（年）	利率（%）	债券信用等级	主体信用等级	担保情况
09 铜城投债 01	5	6	6. 95	AA	AA－	应收账款质押
09 铜城投债 02	10	7	5. 90	AA	AA－	中国投资担保有限公司、安徽省信用担保集团有限公司

7.3.2.3 政府偿债基金

从目前中国城投债的发行情况来看，部分企业在采取了抵/质押担保的同时，还采用了设立政府偿债基金的增信方式，以政府偿债基金作为债券偿付来源，较为典型的案例有“08诸城企业债”、“08铁岭债”和“09潍投债”，具体情况见表7-9。

相对于抵/质押担保和第三方担保，政府偿债基金在操作上比较简单。首先，地方政府为债券设立专项偿债基金，对偿债基金的详细资金来源以及资金安排作出明确规定；然后，为增强政府偿债基金账户的安全性，保障偿债资金的专款专用和及时拨付，通常情况下会设立

监管账户，由发行人、主承销商和监管银行签订三方监管协议，由监管银行对政府偿债基金账户进行监管。

从目前市场情况来看，由于政府偿债基金通常不单独使用，因此，难以对其增信效果进行实证分析。但根据日本的经验，政府偿债基金在地方政府公债发行中起到了良好的增信作用，从而保障了日本地方政府公债市场的良好发展。

表7-9 政府偿债基金增信案例

名　称	主体信用等级	债券信用等级	政府偿债基金	其他增信方式
08 诸城企业债	A +	AA	每年提取 1.3 亿元财政资金建立治污减排项目建设资金专项账户，用于债券的还本付息；项目建成后运营过程中所收取的污水处理费和垃圾处理费、中水回用等收入，以及治污减排项目建设过程中置换出的土地出让收益将全部划拨给公司	以价值 16.72 亿元（本金覆盖倍数 2.09 倍）土地使用权进行抵押

名　称	主体信用等级	债券信用等级	政府偿债基金	其他增信方式
08 铁岭债	A+	AA	公司全部债务由沈铁工业走廊开发基金偿还，开发基金需保证公司在如期偿还各类债务本息的前提下，才可进行项目建设投资；市政府承诺如开发基金存在缺口，将安排其他财政收入补足（开发基金在债券存续期内累积将达44.13 亿元）	以价值 9.02 亿元（本金覆盖倍数 1.5 倍）铁岭市商业银行股权质押；另外，若质押物的处置及偿债基金进行清偿后仍无法偿付本期债券的全部债务时，政府承诺回购本期债券募集资金拟投资项目（包括在建工程）中由发行人投资所取得的所有权部分
09 潍投债	AA-	AA	政府专门为该次债券成立偿债基金，在债券偿还利息期间，每次付息前保证该基金的资金余额不低于7 000 万元；在偿还本金的年度内，当年从财政预算内收入中拨入该基金的资金不低于7 亿元，并在债券兑付本息日前10 个工作日内，将相应资金从偿债基金中拨入公司偿债账户	以价值11.06 亿元（本金覆盖倍数 1.58 倍）股权提供质押担保

7.3.3 完善城投债增信体系的重要意义

7.3.3.1 有利于降低城投债信用风险

国外特别是美国市政债券市场发达的一个非常重要的原因在于，它有效解决了市政债券发行的最大难题，即市政债券的信用等级较低的问题，这正是中国城投债发行过程中面临的最大难题之一。

从历史经验来看，市政债券并非绝对安全的债券品种。以美国为例，1975年2月25日，纽约州市政债券发行人城市开发公司（New York State Urban Development Corporation）发生违约；1983年又发生

了华盛顿公共能源供应系统（Washington Public Power Supply System，简称WPPSS）债券违约事件等。这些财务危机表明：市政债券也存在较大的信用风险。表7-10为1940～1994年美国市政债券违约的统计数据，在这一期间总共发行了403 152次市政债券，其中有2 020次发生过违约，违约概率达到0.50%。

表7-10 美国1940～1994年市政债券违约统计表

时　期	发行违约次数	总发行次数	违约概率
1940～1949	79	40 907	0.20%
1950～1959	112	74 592	0.20%
1960～1969	294	79 941	0.40%
1970～1979	202	77 620	0.30%
1980～1994	1 333	130 092	1.00%
总计	2 020	403 152	0.50%

资料来源：韩立岩，郑承利，罗雯，杨哲彬.中国市政债券信用风险与发债规模研究［J］.金融研究，2003，（2）：85-94

即使在像美国这样发达而完善的资本市场上，市政债券也存在着较大的信用风险。那么，在从计划经济体制向市场经济体制转型的背景下，中国发行的城投债，其信用风险又有多大呢?

目前，中国一些地方政府信用缺失状况比较严重：（1）由于地方本位主义思想的存在，一些地方政府往往过分强调本地区经济的发展速度，导致这些地方政府大量负债，而这些债务由于缺乏有效的监管，透明度较低。（2）在市场经济建设过程中，一些地方政府政务不公开，决策不民主，投资建设非市场化现象严重，导致城市建设资金运行效率过低，未来将很难保证有足够的项目收入用来偿还债券本息。（3）由于缺乏有效的监督和行政行为的“软约束”，一些地方政府的信用常常因有关领导（尤其是主要领导）的人事变动而出现“断链”现象。

上述原因加大了投资者和评级机构对城投债信用等级判断的难度，加大了投资风险，影响了投资者对城投债的认同程度，未能真正体现出政府信用的特点。从图7-6可见，中国城投债利率显著高于普通企业债券利率。与成熟国家发行的市政债券相比，中国城投债存在发行利率偏高、市场规模偏小及市场流动性偏低等问题。

在中国，城投债主要是通过隶属于地方政府的企业来发行，因而被归为企业债券，导致城投债与一般企业债券相混淆。但是，从世界各国的债券市场发展经验看，市政债券和企业债券（国外一般为公司债券）是两类不同性质的债券，应该实施不同的管理制度、建立不同的市场规则以及增信体系。

为进一步提高投资者对中国城投债的认可程度，降低发债成本，促进城投债市场更加健康发展，笔者认为应当建立专门适合中国城投债发展的增信体系。从国外的经验来看，增信体系的建立和完善对于市政债券的发展起到了很大的促进作用，是降低信用风险，提高债券信用等级的有效途径。

7.3.3.2 有利于提升城投债增信效果

笔者选取了2008年1月1日至2010年3月31日间，中国已上市的债券信用等级在AA（含AA）以上的城投债为样本，一共包含149只债券。为了研究增信与城投债利差之间的关系，笔者将样本分为无担保城投债和有担保城投债，其中有担保城投债又进一步细分为抵/质押担保城投债和非银行第三方担保城投债。细分后样本构成为：无担保城投债17只，有担保城投债132只；有担保城投债中抵/质押担保城投债73只，非银行第三方担保城投债59只。

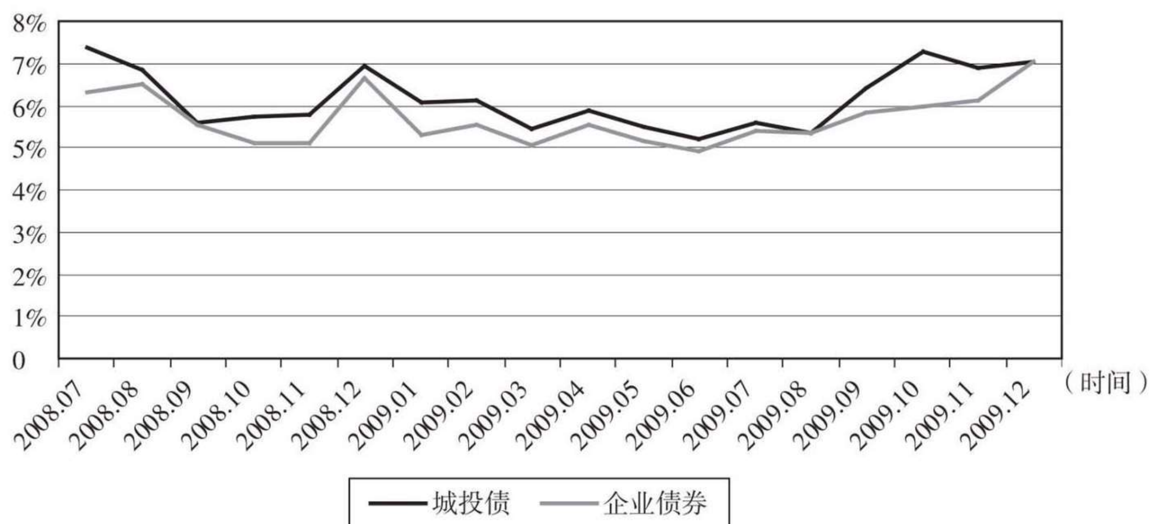
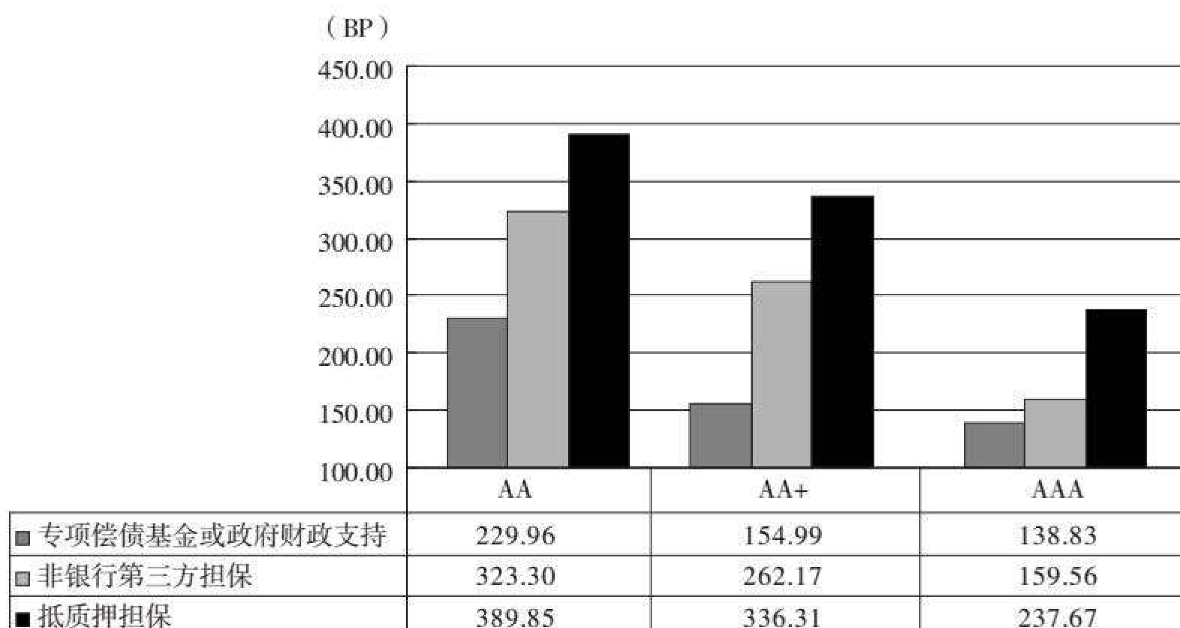


图7-6 2008年7月至2009月12月城投债利率和企业债利率对比

注：城投债利率为城投企业发行债券利率的月平均值，而企业债券利率为全部企业发行的债券利率的月平均值。

由于中国城投债基本平价发行，因此，发行当日城投债票面利率与城投债到期收益率相等。笔者用城投债发行当日的国债到期收益率作为无风险到期收益率，则城投债利差等于城投债票面利率减去城投债发行当日同等期限的国债到期收益率。对不同增信措施下的城投债的利差进行分析后得到图7-7。



	AA	AA+	AAA
■专项偿债基金或政府财政支持	229.96	154.99	138.83
■非银行第三方担保	323.30	262.17	159.56
■抵质押担保	389.85	336.31	237.67

图7-7 增信与城投债利差之间的关系

从图7-7中可以发现，在中国城投债市场上，无论在何种级别下，以专项偿债基金或政府财政支持作为保障措施的城投债的利差，均远低于同级别的以非银行第三方担保或抵/质押担保作为保障措施的城投债的利差。这主要是由于以专项偿债基金或政府财政支持作为保障措施的城投债的信用等级基本都未得到提升，其债项级别就是主体级别。同时注意到：在有担保城投债（不含银行担保）中，非银行第三方担保城投债利差又低于抵/质押担保城投债利差。

中国城投债市场之所以出现非银行第三方担保或抵/质押担保的城投债的利差，高于专项偿债基金或政府财政支持的城投债的利差的情况，笔者认为主要有以下几个方面的原因：

（1）操作风险。担保尤其是抵/质押担保的法律程序较复杂，且一旦发行人违约，债权人的唯一保障是处置押品，但押品的变现能力及市场价格的波动性等因素都会影响到债权人的利益。由于城投债期限一般较长，在发行之日难以预测未来押品价值将如何变化，并且发行时押品的价值是由资产评估机构进行评定，而目前评估业恶性竞争情况较严重，因此，其评估价值的可靠性值得怀疑。此外，相关的程序会导致偿付款到账时滞，可能使得投资者投资计划被耽误。因此，投资者一般会要求更高的风险溢价。且从近期城投债发行情况来看，大部分城投公司债券都采用了应收账款质押（BT协议）的增信方式，这种增信方式存在着一定的缺陷，由于应收账款一般是对市政府或市财政局的，市政府和市财政局根据BT协议约定，每年支付一定的款项给发行人，用于偿还债券本金或利息。这种增信方式实质上等同于政府隐性担保，能否按时收回款项用于偿还债务基本取决于地方政府的信用。而目前中国地方政府普遍存在信用缺失的现象，缺乏有效的监管，透明度低，因此，投资者为保障自身利益，往往会要求更高的风险溢价。

（2）银行退出担保后，无论是企业担保还是担保公司担保，担保主体的实力都相对有限，而且市场对这些担保主体（尤其是非上市公司）存在着一定的信息不对称，这同样会引起风险溢价。

综上所述，笔者认为现阶段我国应当大力加强债券市场尤其是城投债市场增信体系建设，完善相关制度，尽量规避市场中逆向选择问题。

7.3.3.3 有利于降低发行人融资成本

由于债券经过增信后，对投资者的保障程度得到了一定提升，因而投资者所要求的收益率将降低，表现为发行人融资成本的降低。

1.信用等级与利率的关系

一般认为，债券发行利率＝无风险利率（基准利率）＋风险溢价。由于同一时期相同年限的无风险利率是相同的，因此，风险溢价的高低直接影响着债券发行利率的高低。而风险溢价是对风险的补偿，因此风险溢价的大小很大程度上取决于债券的信用等级（违约）情况。债信等级越高，表明债券违约的可能性越小，因此所要求的风险溢价也越少；相反，债信等级越低的债券所要求的风险溢价越高。因此，信用等级通过影响风险溢价来影响债券发行利率水平。

笔者考察了2008年1月1日至2010年3月31日期间，中国城投债增信所引起的票面利率变化情况。用Δr_i来表示相同信用等级下的城投债i增信后票面利率的下降值，用$\Delta r_i/r_i$来表示城投债i增信后票面利率的下降幅度，则：

$$\Delta r_i = \left| r_{i(\text{增信后})} - r_{i(\text{无担保})} \right| \tag{7.19}$$

$$\Delta r_i / r_i = \left| r_{i(\text{增信后})} - r_{i(\text{无担保})} \right| / r_{i(\text{无担保})} \tag{7.20}$$

其中，$r_{i(\text{增信后})}$——城投债增信至AAA级别发行的票面利率。

$r_{i(\text{无担保})}$——城投债 i 在不增信（即发行无担保债券）的情况下的票面利率。

$r_{i(\text{无担保})}$ 以与发行人主体信用等级相同级别的城投债利率的平均值 $\frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} r_j$ 来衡量，则：

$$\Delta r_i = \left| r_{i(\text{增信后})} - \frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} r_j \right| \tag{7.21}$$

$$\Delta r_i / r_i = \left| r_{i(\text{增信后})} - \frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} r_j \right| / \frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} r_j \tag{7.22}$$

其中，n——市场上城投债级别与发行人i主体信用等级相同的城投债的数量。

r_j——市场上第j只与发行人i主体信用等级相同级别的城投债的票面利率。2008年下半年以来，为刺激经济，中国人民银行持续降息，为排除降息因素对债券票面利率的影响，对债券发行利率按降息幅度进行了调整。经调整后不同期限下不同信用等级城投债所对应的票面利率平均值如表7-11所示。从中可以发现，无论何种级别的城投债，7年期票面利率是最高的。

表7－11　不同期限不同级别城投债票面利率平均值（$\frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} r_j$）　（单位：%）

期　限	AA	AA＋	AAA
3年期	4.27	4.15	3.02
5年期	4.44	4.60	4.10
7年期	6.69	6.36	5.34
10年期	6.48	5.72	4.60

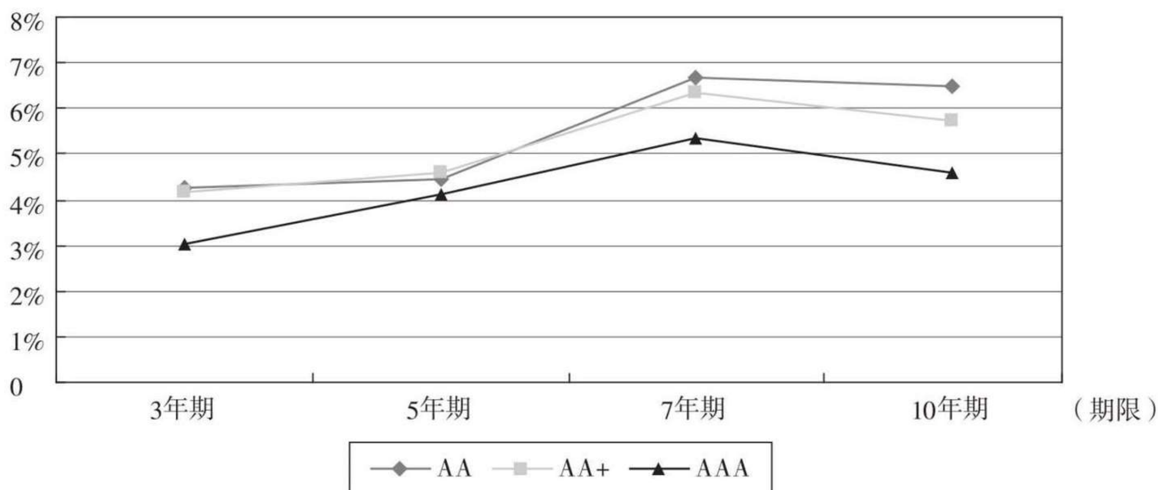


图7-8 不同期限不同信用等级城投债票面利率情况

取得 $\frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} r_j$ 之后，就可以计算出 Δr_i 和 $\Delta r_i / r_i$。对同一信用等级下所有城投债的 Δr_i 和 $\Delta r_i / r_i$ 进行平均，则可计算出增信后城投债利差变化$\overline{\Delta r}$和$\overline{\Delta r / r}$：

$$\overline{\Delta r} = \sum_{i=1}^{m} \left| r_{i(\text{增信后})} - \frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} r_j \right| \tag{7.23}$$

$$\overline{\Delta r / r} = \sum_{i=1}^{m} \left[\left| r_{i(\text{增信后})} - \frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} r_j \right| / \frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n} r_j \right] \tag{7.24}$$

其中，m——市场上同一信用等级的城投债的数量。

表 7－12　增信所引起的平均票面利率的下降情况（$\overline{\Delta r}$）　（单位：%）

债券信用等级	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期
AA ~ AA +	0. 12	－0. 16	0. 33	0. 76
AA ~ AAA	1. 25	0. 34	1. 35	1. 88
AA + ~ AAA	1. 13	0. 50	1. 02	1. 12

表 7－13　增信所引起的平均票面利率的下降幅度情况（$\overline{\Delta r / r}$）

债券信用等级	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期
AA ~ AA +	2. 81%	－3. 60%	4. 93%	11. 73%
AA ~ AAA	29. 27%	7. 66%	20. 18%	29. 01%
AA + ~ AAA	27. 23%	10. 87%	16. 04%	19. 58%

2.城投债增信降低发行人融资成本的求解

这部分的分析仅从成本管理角度研究城投债增信对发行人融资成本的降低程度，而不考虑例如发行人为避免城投债难以销售而进行增信等因素的影响。

城投债进行增信之后，能够以更低的利率发行，因而能够减少公司利息支出，有利于降低发行人融资成本。在不对城投债进行增信的情况下，即发行人以其主体级别发行无担保城投债，发行人融资成本为：

$$C_t = A \times r \times N + C_0 \tag{7.25}$$

其中，C_t——融资总成本。

A——城投债发行规模（下同）。

r——城投债发行利率（下同）。

N——城投债发行期限（下同）。

C_0——城投债发行过程中的其他成本（下同）。

在对城投债进行增信之后，发行人融资成本为：

$$C_t' = A \times (r - \overline{\Delta r}) \times N + C_g + C_0 \tag{7.26}$$

其中，C_t'——对城投债进行增信后，发行人的融资总成本。

C_g——增信成本，主要是为增信而支付的担保费，或者采用抵/质押担保方式下的隐性成本等。

由公式（7.26）-公式（7.25）可得出增信后发行人所节约的融资成本为：

$$\Delta C = C_t - C_t' = A \times \overline{\Delta r} \times N - C \quad (7.27)$$

其中，ΔC——增信后发行人节约的融资成本。

在采取第三方担保或者保险的方式进行增信时，假定年担保（保险）费率为w，则：$C_g = A \times w \times N$，此时：

$$\Delta C = A \times \overline{\Delta r} \times N - A \times w \times N = A \times N \times (\overline{\Delta r} - w) \quad (7.28)$$

在实际操作中，发行人只要知道担保（保险）费率，即可计算出增信所能节约的融资成本。

7.3.4 完善城投债增信的建议

7.3.4.1 引入债券保险制度

从近年的经验来看，由于政府的隐性担保，城投债在发行审批和上市流通等方面往往优先于其他企业债券，发行主体日趋多样化。但与此同时，由于尚未建立完善的增信体系，导致发行成本过高，不利于地方建设的推进。针对该情况，笔者认为中国应当大力推进债券保险制度建设。

1.债券保险制度在城投债市场中的作用

（1）城投债保险可以有效降低风险，促进中国城投债市场的发展。

发展城投债市场是满足地方政府巨大融资需求的方法之一。而债券保险的引入可以解决潜在的城投债偿付能力问题，能够有效解决中国城投债因信用缺失而未能得到投资者认可的问题，有利于降低发行成本，同时也有利于降低债券市场风险，提高市场效率。

（2）与政府隐性担保不同，债券保险不会产生负面的激励效应。

发行人必须为保险付费，债券保险公司有专业技术人员去判断发行人和城市财政的风险状况。信用风险越大，担保费用越高。同时，担保机构对发行人进行监管，并采取各种限制措施以降低风险。

（3）解决信息不对称问题，促进合理定价。

对个人投资者来说，他们缺乏对发行人进行尽职分析的能力，而债券保险公司可较好地弥补这一点。债券保险公司在选择是否承保时需要考虑发行人的风险因素，若风险较大，则容易给债券保险公司自身带来影响，因此，由债券保险公司担保可以使市场更有效率，使发行者、投资者以及债券保险公司实现多赢。发行人通过债券保险可提升债券信用等级，节省超过担保费用的债务成本，且提高发行成功率；债券保险公司可以获得利润；投资者节省了获得信息及识别信息的成本，并且降低了发行者违约和流动性不足带来的风险；而对于整个债券市场来说，增加了债券的流动性，提高了债券市场的效率。

（4）实现信用风险的合理配置。

由于风险管理与风险承受能力不同，投资者对风险有不同偏好。开展债券保险能够让风险偏好型投资者通过为债券提供保险，承担较高风险，从而获得较高收益；让风险厌恶型投资者让渡风险，从而获得合理收益。实现风险的合理配置，把风险在不同风险偏好与承受能力的市场主体之间进行分散、转移和交易，达到整体风险的均衡配置，有利于债券市场的稳定发展。[注]

2.中国开展债券保险业务的可行性

（1）中国现行法律框架允许开展债券保险业务。

债券保险实质上可以看做是担保的一种形式，因此，《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）适用于债券保险，在中国现行法律框架下可以通过担保形式开展债券保险业务。

（2）中国城投债市场的兴起为发展债券保险业务提供了市场基础。

近年来政府不断加大基础设施投资力度，城投债得到了良好的发展，从近两年发行的企业债券来看，绝大部分都是城投债。但由于地方政府信用的缺失问题影响了投资者对城投债的认同，发行利率偏高。由于存在信息不对称等因素，美国市政债券的发行初期也存在同样的问题，但随后债券保险业务的兴起极大地促进了市政债券市场的发展。因此，笔者认为中国可以借鉴美国市政债券发展的经验，在中国发展债券保险业务，降低城投债融资成本。

（3）中国实力强大的保险公司为中国开展债券保险业务提供了基础。

中国大型保险企业中国人寿保险股份有限公司、中国人民保险集团股份有限公司、中国平安保险（集团）股份有限公司，以及中国太平洋人寿保险股份有限公司，在公司自身的风险管理能力层面以及资本充足率方面都表现非常突出，因此这类公司具备了成立债券保险公司的基础和条件。

（4）中国评级行业的快速发展为成立债券保险公司提供了技术条件。

债券保险是一种增信手段，债券保险销售的是信用。由于债券保险公司根据信用评级机构给予其的信用等级来提高所承保债券的信用级别，因此评级机构的业务能力也会对成立债券保险公司产生重要的影响。近年来，中国的评级业取得了长足发展，评级机构的业务能力也在日益提高，这无疑为中国成立债券保险公司带来了契机。

3.对中国开展债券保险业务的建议

美国债券保险业发展的成功经验以及次贷危机给美国债券保险业带来的经验教训，都将为中国发展债券保险业务提供丰富的借鉴意义。笔者认为在中国发展债券保险业务应当注意以下几点：

（1）监管部门一方面要培养有利于债券保险公司发展的市场环境，完善债券市场；另一方面又需要成立专门的监督委员会（美国成立了美国债券担保业协会），并且出台相应的法规来对债券保险公司进行严格监管，例如规定债券保险公司承保债券的最低信用等级、规定其投资对象及各投资对象的投资比例上限等。同时还应对债券保险公司的承保业务进行经常性跟踪和监督，尤其是在经济景气周期有转变迹象时，要及时防止债券保险公司为了追求一时的利益而放松对承保对象的限制。对债券保险公司投资对象的限制可以参考保监会对保险公司的规定。

（2）债券保险公司应当重视信用风险，在选择承保对象时需慎重。债券保险公司在承保时不应出于贪婪而承保较低信用等级的债券，应更加注重对承保对象信用风险的分析而不是收益的分析。这些债券一旦出现问题，所危及的不仅仅是债券保险公司自身，甚至将危及到整个市场。此外，虽然中国企业发行债券急需增信，但增信方式在运用时需要谨慎考虑，对于财务基础不是很理想的发行人发行的债券，债券保险公司应当慎重考虑对其进行增信。

（3）债券保险公司应当加强自身风险控制，定期对政策风险、信用风险、流动性风险以及操作风险进行分析评估，并且做到事前、事中与事后控制相结合，将总体风险控制在可承受范围内。债券保险公司的风险主要来自两部分：一部分是承保的风险，另一部分是自身投资组合的风险。对于承保风险，债券保险公司除对承保对象进行慎重选择之外，还应对承保对象进行紧密跟踪，一旦风险暴露就要采取相应措施最大限度地降低损失。此外，承保的组合问题也非常重要，包括不同信用等级承保组合以及不同期限承保组合。对于来自投资组合的风险，债券保险公司则需要对经济景气周期有较准确的判断，根据经济景气周期的特征对投资组合作出相应调整。

7.3.4.2 设定债券发行过程中的担保层次，明确相关当事方的责任

按照目前的行政管理体制和政府间财政支出事权责划分体制，地方政府债务本息偿付的担保可以分为四个层次：第一层次为特定项目所创造的营业收入（如果有）；第二层次为同级政府无限制的征税能力；第三层次为同级政府所控制的资产或资源（国有资产、未开发的资源及各种特许权等）；第四层次为上级政府所拥有的无限制的征税能力和所控制的各种资源。

一般而言，为明确债务主体和政府的职能与责任，避免风险蔓延，地方政府债务宜采用前三个层次的担保，而不宜采用第四层次的担保。但为了加快城投债市场的发展，增强投资者的信心，可以适当提高城投债的担保层次，以此提高其信用等级，待市场完善以后再逐渐回归到正常担保层次。基于市场的发育程度方面的考虑和市场监管的需要，笔者提出如下的建议：

（1）初创阶段，以发行中期债券为突破口，限制长期债券的发行，杜绝短期城投债，并且，不再区分收益债券和一般责任债券，不

论项目本身是否能创造营业收入，都以第二层次的担保作为城投债的偿债来源。

（2）在发展完善阶段，可不对债券期限进行限制，按照地方政府的融资需要和市场上投资者的认可情况确定债券期限；同时，区分收益债券和一般责任债券。对项目本身有营业收入来源的城投债，实行第一层次和第三层次的担保；对项目本身没有营业收入来源的城投债，则实行第二层次和第四层次的担保。

通过相关法律配套文件的完善，明确政府及相关机构可担保的责任和范围，理顺地方政府、发行主体和债券持有人之间的关系，为城投债的政府信用提供制度保障，降低基础设施建设融资成本。

7.3.4.3 推行全国性偿债基金制度，进一步提升地方政府信用水平

借鉴美国市政债券银行和日本地方公债制度的经验，推行强制性偿债基金制度，进一步提升地方政府信用水平。即当每一只城投债发行后，由地方政府向中央财政或其他管理机构上缴一定的债券准备金，类似于商业银行的法定存款准备金，所有准备金汇集后形成偿债基金。一旦城投债在偿债时发生短期困难，可以向偿债基金借款，这实际上是国家帮助地方政府建立信誉。为防止地方政府因此不注重对城投债的合理运用，这笔借款仍要求借款单位在一定期限后偿还。

由政府出资建立偿债基金，由特定的机构管理，从而杜绝基金的任意挪用，确保所举债务本息的按期偿还。地方财政部门应建立政府融资的偿债基金专户，按政府每笔债务的一定比例从每年度财政收支结余、融资项目投资额及其收益中提取部分金额划转至偿债基金专户，建立偿债准备金。间歇状态的偿债准备金可由中央财政统一管理，在地区间调剂使用；偿债基金不能虚设，必须确保资金按时足额拨付到偿债基金专户，以强制性手段保证偿债资金的来源。

7.3.4.4 认可政府担保，实现政府在市政建设中职能和责任的对等

目前中国城投债的发行主体均为当地政府控制的具有独立法人资格的企业，所发行的债券在现行法律体系内属于企业债券的范畴，需经国家发改委、中国人民银行和证监会等多个监管机构的审批和监管，满足发行企业债券的相关规定。由于发行企业债券的公司多为非上市公司，信息不透明，普通的投资者难以甄别其信用风险，国家对于企业债券审批控制较严。

以企业债券形式发行的城投债是为适应中国目前的法律和经济环境而产生的，具有一定的灵活性和可操作性。但以这种形式发行，发行人的实际控制人虽然是政府部门，但其本身是独立运作的法人机构，由于其本身经营性质的公益性，多数城投公司的收入主要来源于政府补贴，收入的稳定性难以衡量，盈利能力和现金获取能力不强，偿债能力较差，资信水平较低，难以得到相关审批机构的认可。为保障城投债的正常发行，寻求担保及采取各种偿债保障措施成为必然的选择。

城投公司事实上承担着政府部门的某些公共职能，城投公司发债是地方政府所获得的事权和财权不平衡的产物，其在资本市场上的融资行为从某种意义上来说具有一定的政府行为性质，最终偿债资金亦很大程度上来自与政府的业务往来或者是直接的政府财政补贴。因此，可以认为其所发行债券具有政府隐性担保的性质，当债券出现违约时，政府对其本金及利息具有道德上的偿付义务。但由于城投公司是独立核算的企业法人，即使出现违约，投资者亦难以直接向政府要求代位清偿，故这种隐性担保难以获得投资者及评级机构的认可。通过担保方式的设定，将政府的这种道德义务转化为法律认可的政府一般债务，成为城投公司发行的企业债券转化为政府信用的城投债的关

键。同时，政府信用担保的方式亦是在当前管理体制下促进政府在市政建设中的权利与义务对等的有效途径之一。

---

1. 本书中债券初始信用等级等于Max（担保人主体信用等级，被担保人主体信用等级）。
2. 本书中额外增信等级是指在债券初始信用等级的基础上额外所提升的级别。
3. 本书中抵/质押资产覆盖率是根据理论上的覆盖率，将抵/质押资产的流动性及追偿程序的复杂性作为内生变量，反映到折扣率上。
4. 阎衍.违约损失率估计模型研究［R］.中诚信证券评估有限公司，2007-11-10
5. 金浩.BT项目应收账款质押融资的法律风险［N］.建筑时报，2009-03-20。
6. 刘进军.应收账款质押担保利弊及对策［J］.中国担保论坛，2009，（3）：21-25。
7. 未找到具体文号。
8. 不包括同时采用土地抵押担保和应收账款质押担保进行增信的债券。
9. 王哲.对划拨土地使用权抵押及破产处置的法律思考，［EB/OL］.（2008-07-28）［2009-08-20］，http：//www.fjlawyers.net/news1.asp？id＝1025。
10. 不包括同时采用土地抵押担保和应收账款质押担保进行增信的债券。
11. 2010年7月31日，保监会发布了《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》（保监发〔2010〕66号），规定保险公司可以投资具有国内信用评级机构评定的A级或者相当于A级以上的长期信用级别的有担保企业（公司）类债券，以及中国境内发行的具有国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级以上的长期信用级别的无担保企业（公司）类债券。
12. 陈晓虹，刘彦，刘肯，杨婕.美国债券保险的发展及对中国的启示［J］.中国货币市场，2009（6）：28-31。

第8章
中国城投债信用风险及其控制与防范

【本章概要】

本章首先对城投债的信用风险进行分析。城投债信用风险除了一般企业（公司）债券所具有的宏观经济风险、行业风险和政策风险等之外，还包含了城投债的特有风险，这种特有风险主要体现在其经营与财务风险、地方政府信用缺失的制度性风险以及地方财政风险三个方面。由于大多数城投债的债务偿还都需依靠地方财政，因此地方财政风险成为城投债的首要风险。本章对中国地方财政风险的形成机理进行了分析。随后，对中国地方政府债务管理中存在的问题进行了分析，并对中国地方政府合理举债规模进行了探讨。最后，提出了防范城投债信用风险的对策与建议。

【本章重要问题】

- 城投债信用风险来源。
- 中国地方财政风险形成机理。
- 中国地方政府债务管理存在的问题。
- 中国地方政府合理举债规模。
- 如何防范城投债信用风险。

8.1 中国城投债信用风险来源

Frank J.Fabozzi把信用风险分为三类：违约风险、基差风险和降级风险。违约风险是债券发行人违约的风险，基差风险是债券和国债基差扩大的风险，降级风险则是评级机构降低债券信用等级的风险。但狭义的信用风险主要指债券的违约风险。对于一般企业（公司）债券来说，信用风险包括宏观经济风险、行业风险、政策风险、企业经营风险以及与增信相关的风险等。

与一般企业（公司）债券发行主体不同的是，城投债的发行主体（城投公司）一般具有以下经营特征：其注册资本主要来源于地方发改委或地方国有资产管理部门，董事会成员多是政府相关职能部门的负责人或在职人员，主营业务以基础设施和公益类为主，公司收入的一个重要来源是当地政府的财政补贴。

正是由于城投公司上述特征的存在，使得城投债的信用风险与一般企业（公司）债券的信用风险有所区别。城投债信用风险除了一般企业（公司）债券所具有的宏观经济风险、行业风险和政策风险等之外，还包含了城投债的特有风险，这种特有风险主要体现在其经营与财务风险、地方政府信用缺失的制度性风险以及地方财政风险三个方面。

8.1.1 城投公司经营与财务风险

与一般企业不同，城投公司主要从事城市基础设施项目建设等公共事业类业务，公益性和非营利性特征明显。目前城市基础设施项目

可以划分为三种类型：一是经营性项目，即具有收费能力并可取得合理利润，并且具有还贷能力的项目。这类项目可通过市场进行有效配置，如市政收费道路和桥梁等。二是准经营性项目，即收费偏低、无法完全收回投资，难以完全靠自身积累自我发展的项目。这类项目附带部分公益性，要通过政府适当贴息或政策优惠维持运营，如供水、供气、教育产业化和轻轨系统等。三是非经营性项目，即产品或服务无偿提供和无回报的公益性项目，建设这类项目是为了获取社会效益和环境效益，市场调节难以对此起作用。

从整体上来看，中国城投公司普遍存在经营性资产不足和无形资产比重过大的问题。由于《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令第43号）第十六条规定企业累计债券余额不超过其净资产的40%，因此，很多地方政府为了让城投公司能够多筹集资金，便将大量的土地使用权等无形资产以及道路、桥梁等公益性资产注入城投公司，这虽然在很大程度上增强了城投公司的融资能力，但由于这类资产往往难以产生收入和经营性净现金流，从而导致了城投公司主营业务盈利能力偏弱，很多城投公司甚至根本就没有主营业务，收入主要来源于当地政府的财政补贴。

而另一方面，城投公司所承担的政府公益性建设项目大多投资量大、效益产出慢，且由于政府投入的城建资产运营权没有得到充分落实，往往引起城投公司融资功能不够完善，对外融资多以银行的长短期商业贷款等负债方式进行，导致银行贷款不断加重，利息支付压力很大。受这些因素影响，城投公司资金流转经常处于“借新债还旧债”的状态，偿债能力也受到影响，有的城投公司甚至出现当年资金流入不够偿还银行利息的情况，不得不用公司的有效资产填补缺口，加剧了有效资产不断缩水的风险，给城投公司主体的运作带来巨大的财务风险。

另外，由于很多城投公司都是地方政府为融资需要临时搭建的，地方政府为了能多筹集资金，一般都会在发行前向城投公司注入各种资产，而为了能赶上发债的好时点，有些发行人在这些资产还没来得及完成变更手续时，即在发行资料中将其视为公司所有，这不仅造成了制度上的不规范，还导致了财务混乱甚至财务造假的现象，加大了城投债的风险。“09岳城建债”虚构子公司的情况就是城投公司财务混乱的一个典型例子。2009年5月6日，有媒体报道，“09岳城建债”的发行人湖南省岳阳市城市建设投资有限公司涉嫌虚构子公司，而涉嫌虚构的两个子公司的收入是发行人主营业务收入的主要来源。

8.1.2 制度性风险

1.城投公司定位不明晰，与地方政府之间的权责关系不明确

城投公司是城市资产市场化的载体，受地方政府授权或委托，统一负责城市资产投资和经营活动，担负着城市资产优化配置和保值增值的责任。城投公司的成立改变了计划经济条件下地方政府既是城市建设的决策者，又是城市建设的投资者，既是城市建设的经营者，又是城市建设的管理者的不合理格局，将城市建设中的政府行为转变成为了企业行为。

但目前中国城投公司定位尚不明晰，与地方政府之间存在着千丝万缕的联系，从而导致许多城投公司的行政色彩过于浓厚，摆脱不了政府附属机构的风格，缺乏自主性。在城投公司承担基础设施建设的过程中，各地方政府也只是将基础设施的建设责任交给城投公司，而在一些项目的运营权上却没有得到真正的落实，各地城投公司依然是介于行政、事业和企业性质之间的混合体。

2.举债决策人与偿债人不完全统一

中国地方政府官员实行任期制，且主要领导人流动性较大，地方政府特别是主要领导人常有更迭，因此常常出现前届政府举债、后届政府还债的情形。这样，偿债责任对举债的地方政府及其领导人形成的压力就不完全，“新官不认旧账”的现象常有发生。

3.城投债募集资金使用方向可能发生变更

作为地方政府为举债而临时搭建的融资平台，城投公司与地方政府的权责关系的不明确可能导致城投债募集资金使用方向的变更以及使用效率的下降。根据2010年4月29日中华人民共和国审计署发布的信息，部分地方政府融资平台贷款资金存在被地方政府挪用于抵顶扩大内需投资项目的地方配套资金或财政性支出等。中国城市政府资产和西方国家城市政府资产的意义不完全一样，政府职能也存在差异。西方国家地方政府最主要的公共职能就是提供基础设施，包括教育和社会保障等，而中国地方政府职能却比较多，既参与投资办企业，又要解决国有企业面临的问题。此外，政府人员多，开支多，用于投入城市基础设施建设的钱却比较少，因此很难保证发行城投债募集的资金能合理地使用到基础设施建设上而不会被挪用。

4.城投债募集资金可能会投资于低水平的市政建设项目

一些地方政府城市建设资金运用效率很低，建了很多没有效益的样板工程，而真正的城市基础设施如医院、水厂和道路却建得很不够。如果这些地方政府发行城投债，那么募集来的资金能否运营得当，产生效益，投资人能否得到回报是值得怀疑的。

8.1.3 地方财政风险

目前中国大部分城投公司都是地方政府专门为筹集资金而设立的，普遍存在经营性资产不足和盈利能力差的特点，城投公司自身一般难有足够的资金偿还债务本息；从目前市场情况来看，城投公司债务本息的偿还大致有以下两种方式：一是通过财政补贴的方式为城投公司偿还债务本息；二是债务本息直接由地方政府代为偿还，城投公司不负责具体债务偿还。无论采取何种方式偿还债务，对地方财政的依赖性都很大，一旦地方财政发生危机，城投债将面临违约的风险，因此，地方财政风险直接构成了城投债的风险。

8.2 地方财政风险的形成机理

8.2.1 地方政府债务风险的形成机理

地方政府债务风险的形成有着复杂的政治和经济原因，既有体制转轨造成的政府职能转变滞后、政府与市场边界模糊的因素，又有制度不完善、管理与监督不到位等因素。从总体上来说，地方政府债务风险是在经济转轨这一大的经济背景下产生的，对地方政府债务风险进行系统分析是防范和化解地方政府债务风险的前提条件。因此，在本节中，笔者重点从经济体制与财政体制改革进程，以及地方政府行为两个方面出发，剖析地方政府债务风险的形成机理。

8.2.1 .1经济、财政体制改革进程与地方政府债务风险

1.国有企业的分权

1978年改革开放之前，国有企业利润全部上缴中央政府，亏损全部由中央政府补贴，但1978年中央政府开始对国有企业实行基金制度，1979年试行利润留成制度，1981年又实行各种形式的盈亏包干办法。与此同时，从1979年开始试点，1983年和1984年分两步实行了利改税。1987年又在利改税的基础上对大中型国有企业实行承包经营责任制。中央政府对国有企业的这一系列改革措施本意是为了给国有企业创造独立经营的条件，削弱政府对国有企业的行政干预，使国有企

业成为真正的自主经营和自负盈亏的经济主体。但实际效果并非如此，中央政府向国有企业的放权却导致了国有企业的地方化。到1994年年底，各级地方政府控制了国有企业总资产的65%。注国有企业由中央政府所有转变为地方所有，虽然现行法律不承认作为国有企业管理者的地方各级政府是所属企业财产的所有者，但地方政府实际上控制了国有企业包括人事任免权、收益权和财产处置权等在内的几乎所有权利。

而实际上，由于中央政府下放地方的国有企业基本上都是处于微利和亏损，甚至濒临破产的劣质资产，从而导致国有企业的地方化给地方政府带来了沉重的包袱。地方政府既要通过诸如财政补贴和税收优惠等财政支出政策对盈利企业予以扶持，又要承担国有企业的债务和亏损、为破产国有企业职工提供最低生活保障和弥补养老医疗保险资金缺口，实际上等于地方政府不仅要为国有企业买单还要替中央政府支付改革成本，导致地方政府债务的大量累积。

2.中央政府与地方政府的财政分权

1994年实行的分税制财政体制改革实现了保证中央政府财政收入占国内生产总值更高比例的直接目的，使财权由地方政府回归到中央政府手中，增强了中央政府的调控能力，初步划分了中央政府与地方政府的财权和财力，建立了分级财政体制基本框架。

虽然分税制改革对中央政府和地方政府的事权和支出责任做了明确的划分，但实施中错位的现象普遍存在。一些本应由中央政府承担的支出责任被转嫁给了地方政府，如一些收益范围大、存在大规模效益外溢、关系到全国经济社会发展的项目，中央政府要求地方政府进行1:1的资金配套；一些由中央财政管理的事业经费也由地方财政负担，如公务员工资和教师工资上调等；国家实施的粮食价格保护政策的支出也转嫁到了地方政府，由地方财政负责安排。与此相对照，中

央政府财政的集中度却大幅度提高，从而出现了中央与地方财政收支明显不对等的现象，中央财政收入占总收入比重平均在40%以上，而其支出占总支出比重却一直在20%～30%之间徘徊。地方财政收支缺口明显拉大，地方财政收入占总收入比重下降至60%以下，而其财政支出占总支出比重却保持在70%以上。随着地方政府公共管理职能和经济发展任务不断加重，地方政府级别越低，增加开支的压力相对越大。一些重大改革措施，如出口退税改革，虽然在方向上是正确的，却在客观上加大了地方政府的财政支出压力。与此同时，在税制设计上，留给地方政府尤其是基层政权的是税源不足、稳定性差且征收难度大。地方政府无法在体制内寻求收支缺口的弥补途径，于是转向体制外，扩大预算外收入和借债成为地方政府缓解收支矛盾的主要途径，而在国家对预算外收入和收费进行约束后，借债成为地方政府更易于操作的工具而被广泛使用，导致地方政府债务大量积累。

总体来看，分税制财政体制的不彻底性导致了地方财力紧张，加剧了地方政府债务规模扩张，加大了地方政府债务风险。

表8-11990 ～2008年中央与地方财政收入及比重

年 份	财政收入（亿元）			比重（%）	
	中央	地方	合计	中央	地方
1990	992.42	1 944.68	2 937.10	33.8	66.2
1991	938.25	2 211.23	3 149.48	29.8	70.2
1992	979.51	2 503.86	3 483.37	28.1	71.9
1993	957.51	3 391.44	4 348.95	22.0	78.0
1994	2 906.50	2 311.60	5 218.10	55.7	44.3
1995	3 256.62	2 985.58	6 242.20	52.2	47.8
1996	3 661.07	3 746.92	7 407.99	49.4	50.6
1997	4 226.92	4 424.22	8 651.14	48.9	51.1
1998	4 892.00	4 983.95	9 875.95	49.5	50.5
1999	5 849.21	5 594.87	11 444.08	51.1	48.9
2000	6 989.17	6 406.06	13 395.23	52.2	47.8
2001	8 582.74	7 803.30	16 386.04	52.4	47.6
2002	10 388.64	8 515.00	18 903.64	55.0	45.0
2003	11 865.27	9 849.98	21 715.25	54.6	45.4
2004	14 503.10	11 893.37	26 396.47	54.9	45.1
2005	16 548.53	15 100.76	31 649.29	52.3	47.7
2006	20 456.62	18 303.58	38 760.20	52.8	47.2
2007	27 749.16	23 572.62	51 321.78	54.1	45.9
2008	32 680.56	28 649.79	61 330.35	53.3	46.7

资料来源：中华人民共和国国家统计局

表8-2 1990 ～2008年中央与地方财政支出及比重

年份	财政支出（亿元）			比重（%）	
	中央	地方	合计	中央	地方
1990	1 004.47	2 079.12	3 083.59	32.6	67.4
1991	1 090.81	2 295.81	3 386.62	32.2	67.8
1992	1 170.44	2 571.76	3 742.20	31.3	68.7
1993	1 312.06	3 330.24	4 642.30	28.3	71.7
1994	1 754.43	4 038.19	5 792.62	30.3	69.7
1995	1 995.39	4 828.33	6 823.72	29.2	70.8
1996	2 151.27	5 786.28	7 937.55	27.1	72.9
1997	2 532.50	6 701.06	9 233.56	27.4	72.6
1998	3 125.60	7 672.58	10 798.18	28.9	71.1
1999	4 152.33	9 035.34	13 187.67	31.5	68.5
2000	5 519.85	10 366.65	15 886.50	34.7	65.3
2001	5 768.02	13 134.56	18 902.58	30.5	69.5
2002	6 771.70	15 281.45	22 053.15	30.7	69.3
2003	7 420.10	17 229.85	24 649.95	30.1	69.9
2004	7 894.08	20 592.81	28 486.89	27.7	72.3
2005	8 775.97	25 154.31	33 930.28	25.9	74.1
2006	9 991.40	30 431.33	40 422.73	24.7	75.3
2007	11 442.06	38 339.29	49 781.35	23.0	77.0
2008	13 344.17	49 248.49	62 592.66	21.3	78.7

资料来源：中华人民共和国国家统计局

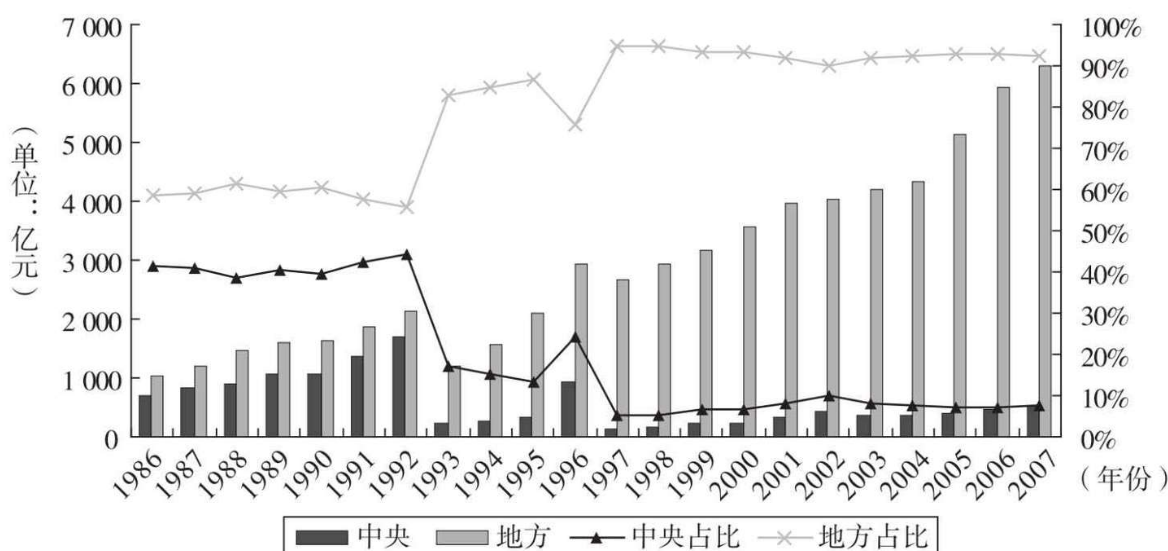


图8-1 中央和地方预算外收入及比重情况

3.竞争与地方政府债务风险

（1）中央政府与地方政府之间的竞争与地方政府债务风险。

中央政府和各级地方政府之间的竞争是以转轨经济为背景的。在对资源和控制权的竞争中，地方政府处于中央政府和微观主体（企业）之间，发挥着承上启下的作用。中央政府与地方政府之间的竞争往往容易导致举债前缺乏项目评估，举债时盲目，举债后缺乏管理，还债时责任不清和缺乏信誉等问题，还容易导致中央政府和地方政府职能的缺位和越位。注

在中国，中央政府和各级地方政府之间并非公平博弈。中央政府对地方政府领导人的政治收益有决定性权力；中央政府有立法权，如税收制度和货币政策制度；中央政府的越位体现在对市场的过度干预和对地方政府的行政命令上；地方政府在中央政府逐步实行放权让利后，拥有了实现多重目标的资源配置和收入分配的权利，有了巨大创新动力去获取更多的收益，并对中央政府形成一种新的倒逼，这也导致了地方政府越位和缺位的行为，并最终导致地方政府的财政收入来

源不足。首先是省市县乡四级政府层次多，结构复杂，政府层次越低，支出压力越大，财政收入与支出不对称。其次是地方政府缺乏必要的正规融资渠道，在不得已的情况下，只得通过各种非正规渠道进行变相举债和违规融资。由于非正规举债融资方式隐蔽性强，缺乏有效的监督约束机制，因此随着地方经济建设的发展，地方政府的债务也不断扩张。

（2）地方政府之间竞争与地方政府债务风险。

周黎安（2004）[注]用“晋升锦标赛”模型解释了中国地方间经济的不合作，认为在政治晋升博弈中，各参与人面临的是一种“零和博弈”，基本特征是参与人只关心自己与竞争对手的相对位次，在成本允许的情况下，参与人不仅会做有利于本地区经济发展的事情，而且还会做不利于竞争对手所在地区的事情。这种行政竞争的“零和博弈”特点将导致区域间恶性经济竞争。这个模型也可以解释各地政府为了在“锦标赛”中获胜而不顾地方偿债能力和负债结构争相举债的现象，主要表现在以下两个方面：

①“招商引资热”与地方债务的形成。

在中国，地方政府竞争的主要策略是“招商引资”。各个省市的经济增长很大程度上得益于投资的增长，外资的贡献较为显著。在获取资源的竞争中，招商引资成了地方政府“政绩显示、获取民心”的一大法宝。许多地方以远远低于成本价的土地价格吸引外资，税收优惠一再突破国家规定的外资优惠政策底线。在这种让利竞赛的背后是各地政府级级下任务、层层压指标。这种情况下的招商引资无疑会成为地方政府性债务的一大来源。

②地方政府与企业之间的博弈以及地方债务的形成。

企业作为微观主体，主要通过“用脚投票”的方式与地方政府博弈。就地方政府和企业的关系而言，地方官员依赖于占本地利税较大比重的企业，而企业依赖于地方政府在贷款和引资上的各种支持，它们有着天生的血缘关系，由此形成了企业预算软约束，导致地方政府和地方企业的利益趋同化。从地方或有债务的形成看，各种直接和变相为本地企业提供的担保占本地债务的一大部分，并且其隐蔽性和风险性较大。另一方面，地方企业对地方政府也形成依赖，认为有“政府”兜底，由政府担保，政府不会也不敢让企业倒闭，形成地方企业预算软约束，与地方政府讨价还价。

8.2.1 .2地方政府行为与地方政府债务风险

中国的户籍制度和迁移成本制约了居民“以脚投票”，地方人大监督制度的不完善限制了居民“用手投票”，加之中央政府对地方全面考核的成本过高，导致对地方政府监督的缺位，使得部分官员的行为不仅符合尼斯卡兰模型（一）：官员预算最大化，而且更多符合尼斯卡兰模型（二）：官员效用最大化。即官员一方面追求预算最大化，另一方面不仅不会把预算全部用于公共物品的供给，而且还会把预算结余作为“自由支配的预算”纳入自己的效用函数。这样，一些地方官员便有直接干预公共经济事物甚至其他经济领域的积极性，寻租活动和短期行为便不可避免地泛滥起来。寻租活动和短期行为造成政府对经济的不当干预和政府规模膨胀，两者都加剧了地方政府财政收支缺口。虽然《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）第28条明文规定：“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”但地方各级政府官员为弥补不断扩大的财政收支缺口以及出于自身政绩的考虑，自觉或不自觉地、公开或隐蔽

地、直接或间接地以地方政府“多元化融资”等多种名义举借了大量债务。

在本节中，笔者将分别用地方政府债务预算最大化模型和地方政府官员效用最大化模型，来分析地方政府官员的举债行为。

1.地方政府债务预算最大化模型(注)

一般而言，与地方政府举债相关的主体较多，为便于研究，在本节中笔者将这些主体归纳为两类：一类是债务资金的使用者，即各级政府预算单位；另一类是债务资金的提供者（或审批者），可能是地方财政部门，也可能是其他金融组织或个人，或者地方各级职能部门。

对债务资金的使用者而言，其融资的规模是由主要地方政府官员决定的。马克斯·韦伯在1947年出版的《社会组织和经济组织理论》一书中认为，官员的目标是权利，这如同经济人的目标是利润一样。尼斯坎南则认为，官员追求的目标是在他的任期内获得最大化预算。由于主要地方政府官员的决策往往最后决定整个地方政府的决策，因此，地方政府也有预算最大化的偏好。

既然地方政府普遍存在预算最大化的趋势，那么在举债时，是否也具有债务预算最大化的趋势呢？在中国，对地方政府各单位或部门来说，当发现预算资金不能满足支出需要时，首先考虑的是尽快借到资金，而很少有人关注是否能还债。尽管有相关部门对地方政府的债务融资行为进行监督，但受传统官僚体制以及中国财政体制不完善的影响，相关部门对地方政府债务的约束仍然只是一种软约束。同时，由于在中国地方政府官员任期时间较短，与债务期限不匹配，往往是任期满了债务却远未到期，因此地方政府官员在借债时往往不顾偿债压力，追求债务预算最大化成为了他们的理性选择。综上所述，地方政府具有债务预算最大化的偏好。

在以下的模型中，地方政府债务资金使用单位X和债务资金的提供者（或审批者）Y之间可以被看做是一种双边垄断关系。X将生产出的公共产品卖给Y，并经过他们最后卖给公共产品的使用者——当地社会公众。不过，在这个市场上，发生的是用某种公共产出来交换债务预算。与经济市场上的交换不同，X和Y之间的交换不是按照产出的单位价格来进行的。

为简化起见，先假定X的决策是由地方政府官员决定的，他对债务资金的使用代表了单位的利益，由此，在债务资金使用问题上，X的效用最大化也就代表了地方政府官员的效用最大化。当X需要使用一笔债务预算来生产公共产品时，需要向Y发出请求，Y将根据X所提供的公共产品数量来审核其融资规模，也就是他所偏好的债务预算额。Y批准给X的融资规模是地方政府提供公共产品的产量（Q）的函数：

$$TB = aQ - bQ^2 \quad (8.1)$$

其中，$0 \leqslant Q \leqslant \frac{a}{2b}$；a，b为参数；a>0，b>0。

TB是公共产品购买者（债务项目的审批者）的效用函数，它对公共产品的需求遵循边际收益递减规律。债务预算—产出可以用图8-2来表示。增加一单位的公共产品所增加的债务预算称为Y对公共产出价值的边际效用（MU），它也是预期公共产出数量Q的函数：

$$MU = \frac{dTB}{dQ} = a - 2bQ \quad (8.2)$$

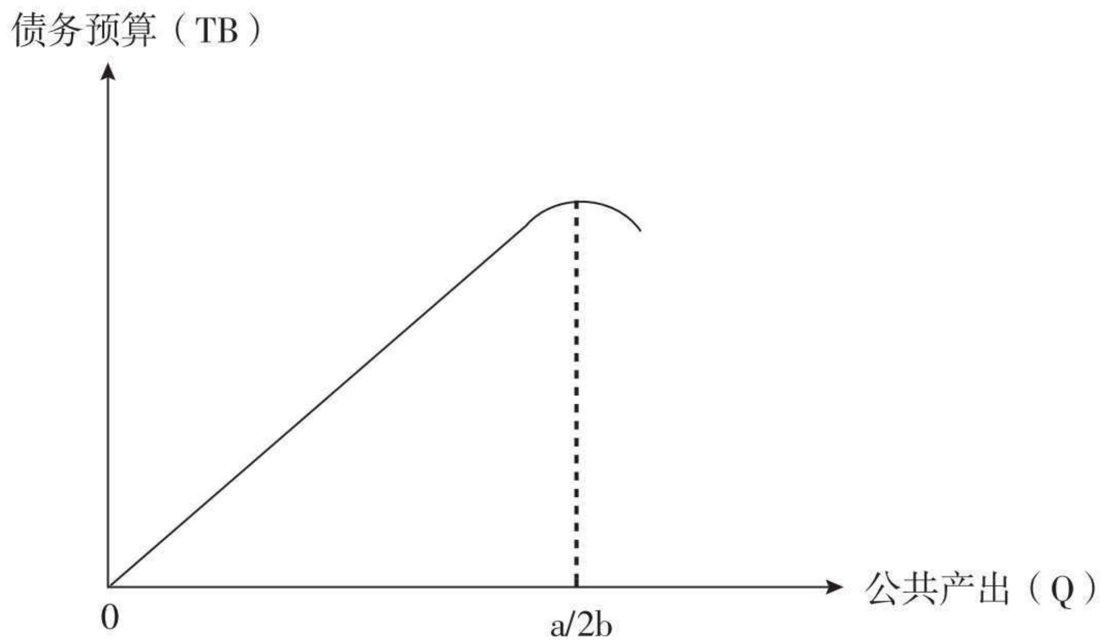


图8-2 债务预算与公共产出

如图8-3所示，边际效用（MU）与产出(Q)呈反比，即产出越低，Y的边际效用越高；产出越高，Y的边际效用越低。

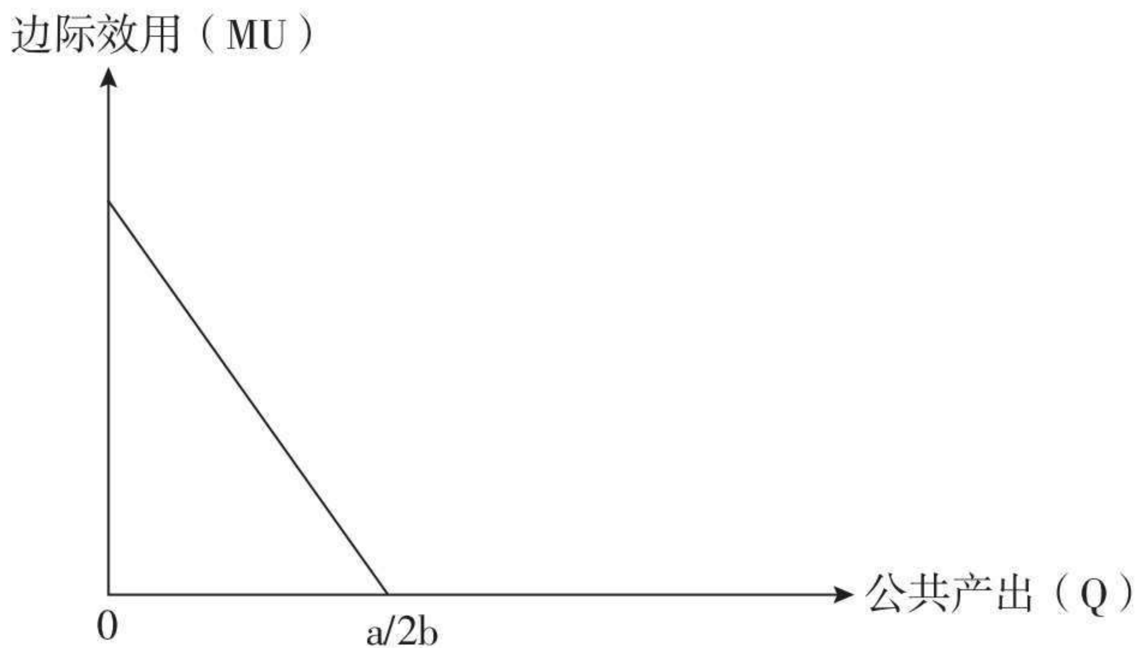


图8-3 边际效用函数

再假设债务资金使用单位面临的需求曲线和供给曲线为：

$$p = a - bQ \tag{8.3}$$

$$AC = c + dQ \tag{8.4}$$

公式（8.4）中，c和d为参数，其中c>0，d>0，相应地，有：

$$TC = cQ + dQ^2 \tag{8.5}$$

$$MC = c + 2dQ \tag{8.6}$$

其中，TC表示提供公共产品的总成本，MC表示提供公共产品的边际成本。

Y批准给X的资金总额（TB）构成债务资金使用单位的总收入TR，有：

$$TR = TB = PQ = aQ - bQ^2 \tag{8.7}$$

边际效应*MR*有：

$$MR = \frac{dTB}{dQ} = a - 2bQ \tag{8.8}$$

债务预算最大化官员目标的约束条件是*TB*至少等于*TC*，即*TC*≤*TB*。因此，*TB*最大化的一阶条件是$\frac{dTB}{dQ} = 0$，即$a - 2bQ = 0$，又因$\frac{d^2TB}{dQ^2} = -2b < 0$，则最大化的二阶条件满足。

如果不考虑约束条件，根据债务预算最大化的一阶条件，有：

$$Q = \frac{a}{2b} \tag{8.9}$$

如果考虑约束条件，$TB = TC$，则 $aQ - bQ^2 = cQ + dQ^2$，有：

$$Q = \frac{a - c}{b + d} \tag{8.10}$$

根据公式（8.9）和公式（8.10），如果 $\frac{a}{2b} = \frac{2bc}{b - d}$，那么：

$$a = \frac{2bc}{b - d} \tag{8.11}$$

因此，如果 $a < \frac{2bc}{b - d}$（债务预算约束范围），官员生产的产量为：

$$Q = \frac{a - c}{b + d} \tag{8.12}$$

如果 $a \geqslant \frac{2bc}{b - d}$（需求约束范围），则官员生产的产量为：

$$Q = \frac{a}{2b} \tag{8.13}$$

但是，如果债务资金使用者不是地方政府的预算单位而是完全竞争的厂商，即他们追求的是利润 π 的最大化，$\pi = TB - TC$，则令 $\frac{d\pi}{dQ} = 0$（一阶条件），有：

$$\frac{dTB}{dQ} = \frac{dTC}{dQ} = 0 \tag{8.14}$$

$$a - 2bQ = c + 2dQ \tag{8.15}$$

$$Q = \frac{a - c}{2(b + d)} \tag{8.16}$$

厂商利润最大化的二阶条件得到满足，因为：

$$\frac{d^2\pi}{dQ^2} = -2(b+d) < 0(b>0,\ d>0) \tag{8.17}$$

比较公式（8.16）和公式（8.12）可知，债务约束下官员生产的产量恰好是完全竞争下厂商生产的均衡产量的两倍，这主要是因为债务资金的使用单位作为公共产品的提供者，比债务资金的提供者（或审批者）更了解生产函数和成本函数的详细内容，他们之间是信息不对称的。当债务使用者向审批者提出要求获得与Q_2的产出相一致的债务预算时，由于$TB=TC$，债务资金的提供者（或审批者）由于对债务项目没有充分的信息，故往往无法对债务资金使用者的预算请求提出异议。而各级债务资金使用单位则以牺牲社会福利为代价，从债务预算资金中获得利益。他们通过榨取消费者剩余，并将其转化为更大的产出（而这些产出实际上是债务资金使用者所不需要的），来获得更多的债务预算。因此，从这个意义上讲，地方政府各级预算单位有过度举债的可能，而图8-4中的Q_1 Q_2就是地方政府过度举债下生产出来的公共产品。

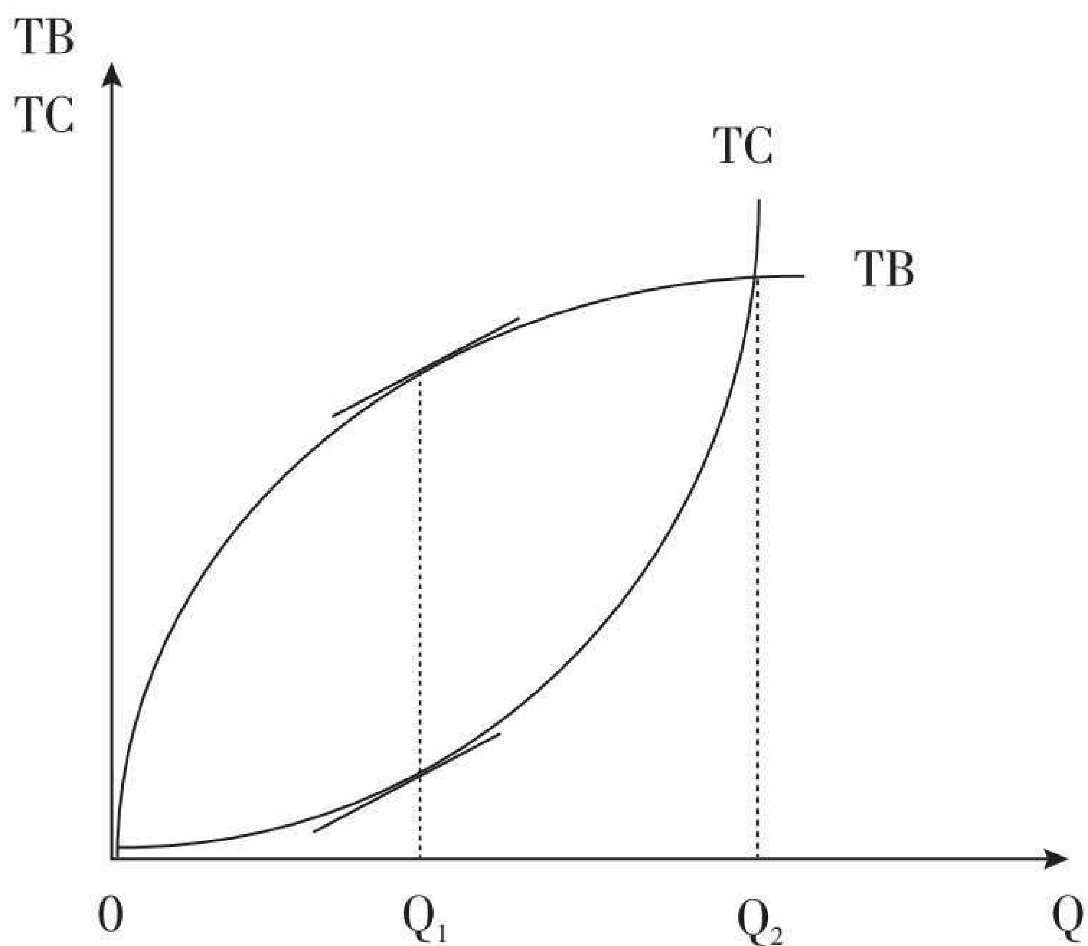


图8-4 地方政府过度举债行为分析

2.地方政府官员效用最大化模型(注)

前文的研究表明地方政府有债务预算最大化的偏好，然而上述模型忽略了一个问题，即地方政府官员对债务募集资金的支配权。实际上，一些地方政府官员举债并不是为了项目建设，而是为了对这些资金具有更大的支配权，以实现其自身效用的最大化。因此，接下来笔者将从官员效用最大化的角度，更深入、更真实地剖析中国地方政府官员的举债行为。

一般来说，地方政府官员在申请债务融资时，无论是否成功，在中国目前对官员的考核机制下，都不会影响到其职务收入。所以，地

方政府官员举债的效用主要来自职务收入以外的收益。笔者认为这种收益大致可以分为以下两类：

第一类是结余资金自由支配权带来的有形效用。地方政府官员通过债务预算最大化的手法向上级部门举借的债务资金在支付了实际所花费的成本之后往往会有结余，由于中国财政体制的漏洞，结余资金很可能成为地方政府官员随意支配的自由资金。笔者将这种有形效用定义为Y_R。

第二类是声望抬升带来的无形效用，是地方政府官员在举债过程中所获得的心理上的满足。地方政府官员依靠各种渠道融资大兴土木，往往可以在短时间内起到立竿见影的效果，这些所谓的面子工程、政绩工程和形象工程，在短期内往往对地方的形象能够起到一定的正面效果，不仅能迅速提高官员们在社会公众心目中的地位，还可以得到上级领导的赞赏。笔者将地方政府官员的这种无形效用定义为Y_S。

笔者借鉴尼斯坎南的官僚体制模型中的官员效用最大化模型(注)，构造了地方政府官员的效用函数：

$$U = \alpha_1 Y_R^{\beta_1} Y_S^{\gamma_1} \quad (8.18)$$

在公式（8.18）中，Y_R为地方政府官员举债过程中所获得的收入效用（有形效用），Y_S为地方政府官员在举债过程中获得的心理满足（无形效用）。α_1、β_1和γ_1为地方政府官员总效用的特征参数。这些参数表现了在这一官僚体制下，地方政府官员行为的共同特征。进一步分析，将Y_R和Y_S定义为：

$$Y_R = \alpha_2 Q^{\beta_2} (TB - TC)^{\gamma_2} \tag{8.19}$$

$$Y_S = \alpha_3 Q^{\beta_3} (TB - TC)^{\gamma_3} \tag{8.20}$$

TB-TC是地方政府官员可以自由支配的债务资金结余。α_2、β_2和γ_2表示地方政府官员收入效用的特征参数，α_3、β_3和γ_3表示地方政府官员心理满足效用的特征参数。这些特征参数表现了在一定的官僚体制下的地方政府官员所具有的效用特征。和厂商相比，地方政府官员γ_2的数值将低于一般厂商γ_2的数值，因为就像前面分析的那样，厂商要寻利，而地方政府官员是希望申请到更多的债务资金，因此地方政府官员在项目利润中获得的收入不稳定，而且从理论上讲也不允许。而β_2、β_3和γ_3则表明地方政府官员比厂商的数值高，在官员制度环境下，很多官员追求的或许是自我满足和自我实现。假定所有的特征参数值均不小于零。将公式（8.19）和公式（8.20）代入到公式（8.18）进行简化，得到一个Q和TB-TC的效用函数的表达式：

$$U = \alpha_1 [\alpha_2 Q^{\beta_2} (TB - TC)^{\gamma_2}]^{\beta_1} [\alpha_3 Q^{\beta_3} (TB - TC)^{\gamma_3}]^{\gamma_1} \tag{8.21}$$

整理得：

$$U = \alpha Q^{\beta} (TB - TC)^{\gamma} \tag{8.22}$$

其中，$\alpha = \alpha_1 \alpha_2^{\beta_1} \alpha_3^{\gamma_1}$，$\beta = \beta_1 \beta_2 + \gamma_1 \beta_3$，$\gamma = \beta_1 \gamma_2 + \gamma_1 \gamma_3$。

显然，地方政府官员自由支配的债务资金 $TB - TC$ 也是债务资金所生产出来的公共产品产量的函数，将 $TB = aQ - bQ^2$ 和 $TC = cQ + dQ^2$ 代入公式（8.22）中，得到如下地方政府官员举债时的效用函数：

$$U = \alpha Q^{\beta} [(a - c)Q - (b + d)Q^2)]^{\gamma} \tag{8.23}$$

于是，求地方政府官员举债的最大效用，即转化为求U的极大值。

根据一阶条件解得：

$$Q = \frac{(a-c)(\beta+\gamma)}{(b+d)(2\gamma+\beta)} \quad (8.24)$$

此即为在一定官僚制度下地方政府官员所偏好的一般产出函数。由于$U=\alpha Q^{\beta}(TB-TC)^{\gamma}$，所以当$\beta=0$时，表明生产出来的公共产品对地方政府官员的效用没有作用，地方政府官员在举债的时候，不考虑产出的多消耗，这时候有：

$$Q = \frac{a-c}{2(b+d)} \quad (8.25)$$

这一产出水平对于债务资金的审批者来说是最优的，但是它是在较高的收入成本和整个政府单位低效率的情况下产生的。相反，如果$\gamma=0$，即表示地方政府官员手上的债务资金结余并没有用于其他用途，没给地方政府官员带来额外的好处，这时候有：

$$Q = \frac{a-c}{b+d} \quad (8.26)$$

这一产出是最优产出的两倍，是按最低的成本生产出来的，该产出就是地方政府官员债务预算最大化时所偏好的产出。

公式（8.25）和公式（8.26）是两个地方政府官员偏好的产出的特殊例子。而一般产出函数为$Q=\frac{(a-c)(\beta+\gamma)}{(b+d)(2\gamma+\beta)}$，再将$Q$代入公式$TB=aQ-bQ^2$的债务预算函数中，得到下列用成本和收益情况以及地方政府官员的效用函数表达的债务预算函数：

$$TB = a\frac{(a-c)(\beta+\gamma)}{(b+d)(2\gamma+\beta)} - b\frac{(a-c)^2(\beta+\gamma)^2}{(b+d)^2(2\gamma+\beta)^2} \quad (8.27)$$

显然，Q是β的增函数，是γ的减函数，而TB在小于a/2b时是Q的增函数，则债务资金使用单位的债务预算TB，是公共产出对地方政府官员的收入效用和心理满足效用边际影响的增函数，是地方政府官员自由支配的债务资金的边际份额的减函数。

又将Q代入$TB=aQ-bQ^2$和$TC=cQ+dQ^2$中，得到下列用需求和成本情况以及地方政府官员效用函数表达的地方政府官员对债务资金自由支配的函数：

$$TB - TC = \frac{\beta+\gamma}{2\gamma+\beta}\left(1 - \frac{\beta+\gamma}{2\gamma+\beta}\right)\left[\frac{(a-c)^2}{b+d}\right] \quad (8.28)$$

当$\beta=0$时，即当政府单位的产出将不影响到地方政府官员的收入效用时，地方政府官员希望的自由债务资金自由支配的数额最大。

8.2.2 地方财政收支风险的形成机理

1.地方财政收入增长的有限性

目前中国地方财政收入主要由一般预算收入和基金收入构成。其中，一般预算收入以税收收入为主，税收收入占一般预算收入比重一直维持在80%以上，见图8-5。

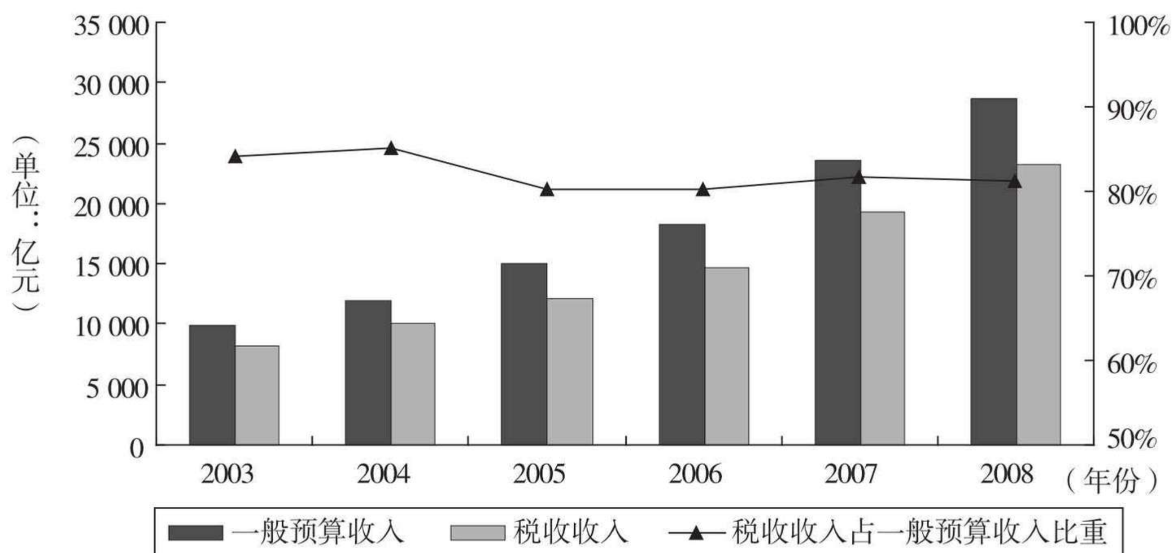


图8-5 2003～2008年中国税收收入占一般预算收入比重

笔者用拉弗曲线来说明地方税收收入的有限性（见图8-6）。图中横轴表示税率，纵轴表示税收收入。当税率为0时，税收收入为0，表示政府不征税就没有税收收入；当税收收入为100%时，税收收入也为0，表示如果政府把企业和个人的全部所得用税收形式拿走，就没有企业和个人的经济活动，最终也没有税收收入。因此在税收税率和税收收入之间会出现一种趋势：当税率为0～t_0时，税收收入是税率的增函数，税收收入随着税率的上升而上升；当税率为t_0～100%时，税收收入是税率的减函数，税收收入随着税率的上升而下降，于是税率t_0就是一种最优税率。弗拉曲线说明了税收收入是有限的，它必然受当前经济发展水平的制约，从而也说明地方一般预算收入的增长是有限的。

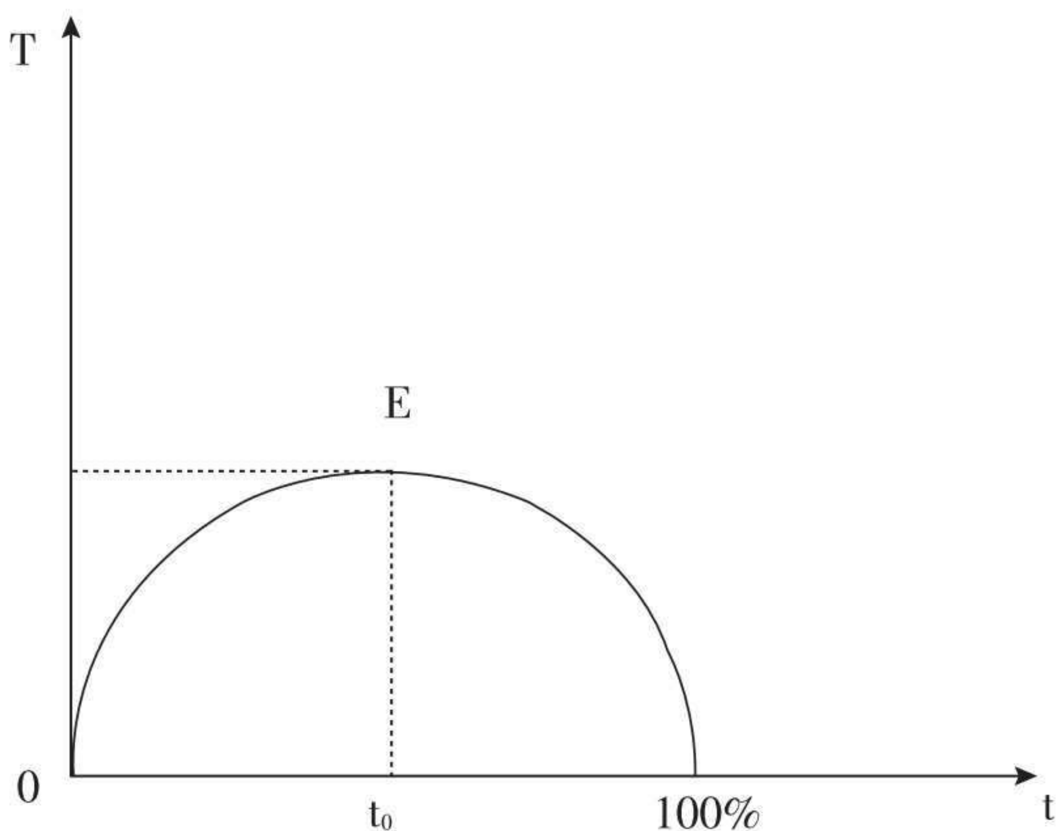


图8-6 拉弗曲线

从目前地方财政收入的另一重要来源——基金收入来看，土地出让收入为其主要构成部分。近年来，随着中国房地产市场的持续繁荣，土地出让收入在地方财政收入中的作用越来越大。据财政部统计，2009年全国土地出让收入达14 239.7亿元，比2008年大幅增长43.2%。2009年地方政府本级收入总额为32 581亿元，其中土地出让收入占近43.7%，成为地方财力不折不扣的“顶梁柱”。然而，长期来看，土地出让收入的高速增长是不可持续的。另外，近期政府出台了一系列强有力的政策打压房地产市场，预计地方政府土地出让收入将下降。

综合来看，一般预算收入增长的有限性以及土地出让收入高速增长的不可持续性，说明了地方财政收入的增长是有限的。

2.地方财政支出的扩张性

改革开放以来，中国实施积极的财政政策取得了极为理想的成效，但也导致了地方财政潜伏着巨大的支出扩张性风险。当前地方政府支出中存在的问题主要表现在两个方面：一是财政支出结构的不合理，不能反映地方公共需求结构偏好，即公共产品自身结构不合理；二是财政支出规模过度膨胀，超过地方资源在公共部门与私人部门之间优化配置的界限。

从政府与社会的发展关系来看，随着社会的发展，社会需求日益增加。地方政府为满足不断增长的社会需求，必将导致财政支出规模的扩大。对于政府支出规模的扩大趋势，瓦格纳在19世纪80年代考察了英国、美国、法国、德国和日本等先进工业化国家的公共支出之后，提出了“政府活动扩张法则”（也称“瓦格纳法则”）。瓦格纳认为，伴随着工业化的不断发展，社会和经济的发展增加了对政府活动的需求，公共支出会不断增长。

“政府活动扩张法则”从经济发展的角度分析了地方财政支出过度扩张的形成机制。而从主观上来看，由于预算规模的扩大可增加政府官员的财政资金支配权，因此地方政府官员的财政道德失范对财政支出的过度扩张风险也起到了推波助澜的作用。

综合来看，地方财政收入的有限性和地方财政支出的扩张性决定了财政收支之间的矛盾将长期存在。分税制改革后，中央和地方的事权和财权的分配出现了事实上的事权的重心下移和财权的重心上移，从而导致了地方政府事权和财权的不对等，地方政府财政支出压力越来越大，在有效的财政收入增长机制尚未建立的情况下，地方财政既要促进经济的发展，又要促进经济结构的调整，既要保证改革的顺利进行，又要保持社会秩序的稳定，财政的两难境地导致地方财政收支矛盾加剧，地方财政收支风险凸显。

1. 郑春荣.中国公共部门财力研究[M].上海：复旦大学出版社，2003：142。
2. 胡光辉.地方政府债务危机预警与控制研究[D].长春：吉林大学，2008。
3. 周黎安.晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论中国地方保护主义和重复建设长期存在的原因[J]，经济研究，2004，（6）。
4. 刘星，刘谊.中国地方财政风险及其控制与防范［M].北京：中国财政经济出版社，2006。
5. 刘星，刘谊.中国地方财政风险及其控制与防范［M].北京：中国财政经济出版社，2006。
6. 方福前.公共选择理论——政治的经济学［M].北京：中国人民大学出版社，2000。

8.3 地方政府债务管理分析

8.3.1 地方政府债务风险状况

8.3.1 .1地方政府债务风险概况

分税制改革时，中国从法律上对地方政府负债融资进行了限制，规定地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字，除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券；银行不得向地方政府及其部门发放贷款，政府机关不得作为保证人（经国务院批准为使用外国或者国际经济组织贷款进行转贷的除外）提供担保。按此规定，中国地方政府不应有大量债务。然而地方政府和中央政府事权和财权的不对等，导致地方政府可支配财力远远无法满足庞大的资金需求，迫于无奈，各地方政府唯有通过设立地方融资平台进行融资，以解决迅速增长的财政支出。

受4万亿投资计划刺激，以及在积极财政政策和适度宽松货币政策的推动下，2009年各地方政府纷纷举债进行大规模基础设施建设。截至2009年年底，中国地方融资平台大约有3 800个，其中70%是县级融资平台。根据中国国际金融公司的统计，截至2009年年底，金融机构地方融资平台贷款（不含票据）余额约为7.2万亿元，其中，县级融资平台贷款余额约占1/4。由于地方融资平台债务大部分都是由地方政府兜底，因而地方融资平台负债实质上是地方政府负债的一部分，地方融资平台债务的剧增加大了地方政府债务风险，同时也加大了城投债的风险。

为防止地方融资平台债务的进一步扩大，避免地方政府债务危机的发生，2009年下半年相关监管机构开始着手地方融资平台风险的防控，2009年下半年新增贷款已明显放缓。在2010年1月19日召开的国务院第四次全体会议上，温家宝总理曾在讲话中提出，“尽快制定规范地方融资平台的措施，防范潜在财政风险”。2010年6月10日，国务院下发《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号），要求地方各级政府对融资平台公司债务进行一次全面清理，并按照分类管理、区别对待的原则，妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题。“国发〔2010〕19号文”将地方融资平台分为三类：第一类是融资平台公司因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务；第二类是融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务；第三类是融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务。并针对各类融资平台的特性，提出了具体清理方案：对只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台公司，今后不得再承担融资任务，相关地方政府要在明确还债责任，落实还款措施后，对公司作出妥善处理；对承担上述公益性项目融资任务，同时还承担公益性项目建设、运营任务的融资平台公司，要在落实偿债责任和措施后剥离融资业务，不再保留融资平台职能。对承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务并主要依靠自身收益偿还债务的融资平台公司，以及承担非公益性项目融资任务的融资平台公司，要按照《中华人民共和国公司法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第42号）等有关规定，充实公司资本金，完善治理结构，实现商业运作；要通过引进民间投资等市场化途径，促进投资主体多元化，改善融资平台公司的股权结构。

8.3.1 .2地方融资平台风险产生的原因

地方融资平台的产生与发展，有其一定的客观必然性，其风险的快速聚集主要有以下几个方面原因：

（1）地方融资平台应运而生，但地方财政捉襟见肘。1994年分税制改革后地方政府有限的财源难以满足庞大的支出需求，同时又不允许公开举债，因此只好搭建地方融资平台，向银行申请贷款，而贷款过程中又大多依赖地方政府担保或以土地使用权作为抵押。一方面，按照现有法规，地方政府对贷款进行担保属于违规行为；另一方面，一些地方政府隐性负债严重，担保有名无实。因此，地方融资平台实际上隐藏着较大风险。

（2）地方融资平台定位过宽，治理结构缺失。地方融资平台的风险来源归根结底在其自身。起初，地方融资平台主要从事基础设施建设，项目相对集中。但后来，由于从商业银行融资十分容易，因此一些地方政府便一旦有项目就先成立一家平台公司，然后就去找商业银行贷款。地方融资平台的大包大揽，使得地方政府因“摊子过大”而财力捉襟见肘，最终导致单个融资平台的资本金不足，自身抗风险能力降低。另外，一些地方融资平台的公司治理结构不健全，公司高管人员多为政府官员转行而来，经营管理水平不高，这也导致平台风险不断聚集。

（3）商业银行短存长贷，地方融资平台短借长投。地方政府融资平台所从事的基础设施项目建设，一般建设周期都比较长，属于中长期贷款。原来，国家开发银行属于政策性银行，拥有稳定的长期资金来源，因此借贷期限相对匹配，风险有限；但当商业银行涌入这一领域之后，信贷风险就快速聚集起来，要么是商业银行短存长贷，要么是地方融资平台短借长投，于是出现了期限错配。

（4）竞争性放贷加大了地方融资平台的风险。起初，地方融资平台贷款主要来自国家开发银行，当时的局面是地方政府求银行，属于“贷方市场”；而2009年以来，由于各家商业银行蜂拥而至，纷纷抢占这一市场，变成了银行求地方政府，属于“借方市场”。国家开发银行原来还可以向地方政府获取足够的财政金融信息，用以规避风险；

但在竞争性放贷局面下，商业银行就很难从地方政府那里获得足够的财政金融信息。

8.3.1.3地方政府债务的还款来源㊟

目前我国地方政府的偿债资金主要来源于三个方面：一般预算收入、基金收入以及再融资。

（1）一般预算收入。地方政府一般预算收入包括税收、非税收收入以及中央税收返还和转移支付，三者大致比例为5:4:1。2009年，地方财政收入为6.1万亿元，较2008年增加1.05万亿元，增幅为20.7%。但由于地方政府预算支出往往较大，因此，将一般预算收入作为还款来源实际上存在着一定的局限性。

（2）基金收入。2009年，我国地方财政实现基金收入1.58万亿元。需要注意的是，用于还款来源的基金预算收入也是有一定限制的。一是政府性基金预算的管理坚持“以收定支、专款专用、结余结转使用”原则。各项基金按规定用途安排，不调剂使用。二是土地出让收入是基金收入主要构成，2009年地方实现的土地出让收入近1.4万亿元，占地方基金收入的88.61%。随着近期房地产调整的逐步深入，地方基金收入有可能出现一定幅度的下滑。

（3）再融资（以贷还贷）。目前，再融资已成为地方政府偿还存量债务的重要途径。审计署《关于2009年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》显示，2009年，审计调查的18个省、16个市和36个县，通过举借新债偿还债务本息2 745.46亿元，占其全部还本付息额的47.97%。再融资作为地方政府偿还存量债务的途径，受到地方政府存量债务规模、财政实力和中央对地方融资行为规范等多方面因素影响，考虑到目前情况，笔者认为，2010年地方政府再融资能力会有所下降。

8.3.2 地方政府债务管理存在的问题

8.3.2 .1地方政府融资中存在的问题

1.直接融资手段缺乏，融资风险大

受《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）和《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）等法律法规的约束，中国地方政府的融资活动长期缺乏统一的规范化管理，处于自发寻求融资渠道和变相发债的状态，成为地方财政风险的主要来源。中央政府不允许地方政府发行债券，地方政府在缺少直接融资手段的情况下，往往会过度依赖对外借款，或对外隐性担保借款等间接融资方式。实际上，目前中国许多地方直接融资市场潜力很大，地方政府融资结构之所以失调是由于缺少直接融资手段，国家不允许地方政府发行债券。为满足日益扩大的资金需求，部分地方政府不得不变相发债，打国家政策的“擦边球”，加大了地方政府融资风险，同时也给地方经济的正常运行留下了隐患。

2.举债主体混乱，审批程序不严格

首先，中国地方政府“多头举债、多头管理、条块分割”的局面一直存在，不仅地方政府及其财政部门是债务主体，很多部门、事业单位以及一些具有政府背景的公司都可以借债。而且这些部门、事业单位和公司的负债通常自行管理，基本游离于财政和审计等部门管理之外。其次，举债缺乏严格的审批程序，部门或单位举债没有由综合性部门进行归口管理，债务收支未纳入预算，没有经过人大的审查批准。最后，举债的“责、权、利”未结合，“借、用、还”不统一，有些部门或单位借债和用款很积极，但对负债成本和债务偿还责任却很少考虑。

3.地方融资平台缺乏自我约束和体制约束，投资运作不规范㊟

我国绝大多数基础设施项目主要由地方政府投资，投资负担过重为地方政府带来了空前的融资压力，迫使地方融资平台较少考虑成本与风险因素，而以融资规模最大化来衡量庞大的基础设施投资，使得地方政府融资模式缺乏自我约束，这主要体现在如下三个方面：

一是融资平台缺乏整体负债规模约束。地方政府成立地方融资平台的最主要目的是为了最大限度的筹措资金，至于资本与负债之间的比例是否失调、负债风险是否超出了地方融资平台的承受能力，往往不在考虑范围之内。

二是地方融资平台缺乏投资方向约束。城市基础设施建设有些领域需要政府投资，而有些领域可以由社会投资人投资建设。在当前情况下，地方融资平台往往大包大揽，参与了原本可以由市场主体投资建设的领域，造成资金分流，该投资的领域却往往缺乏资金，或者造成负债规模过于庞大。

三是地方融资平台缺乏承担风险的职责。由于地方政府与地方融资平台实际上是一家，因而地方融资平台无法独立对融资风险负责。在具体的项目选择和决策上，地方政府成为主要的决策者，项目经济合理性被较少考虑，这往往容易出现过于超前的基础设施投资或者重复建设投资。

地方融资平台不仅缺乏内部约束，也缺乏外部约束。地方政府融资行为往往具有较大的外部性，涉及金融部门作为债权人与老百姓作为受益人的切身利益，需要全社会的监督与约束。但在现阶段，来自外部的强力约束严重缺位。目前，政府投资项目尚未真正纳入公共预算的人大监管体系，在政府投资预算编制未细化的情况下，人大对政府公共投资项目决策是否科学、前期准备是否充分、预算安排是否合

理、资金来源是否落实、能否取得预期效果和债务风险是否可控等重大问题，较难提出实质性意见，较难发挥其对政府投资预算的审批与监管职能。

4.偿债责任不明确

如前文所述，中国地方政府主要领导人流动性较大，常常造成举债决策人与偿债人不完全统一、“新官不认旧账”的现象，债务偿还责任不明确。此外，对由中央政府向地方政府转贷的债务而言，这一融资形式的缺陷主要体现在偿债责任缺乏硬性约束。地方政府总是想方设法拖延转贷资金的归还，以期将这一偿还责任转嫁给上级政府。

5.地方融资平台运作信息不透明[注]

地方政府相比于金融机构往往处于强势地位，两者在地位和信息上不对称。在实际操作中，地方政府往往通过多个地方融资平台从多家银行获得信贷资金，多头举债或是统借统还，融资状况不透明，责任主体不清。商业银行对于地方融资平台的资本金、信贷资金的运用、资产负债状况和偿还能力很难掌握清楚，对信贷资金难以实施有效的风险监控。

地方融资平台集聚大量信贷风险的一个关键原因，是金融机构无法掌握地方政府的真实财政收支及债务负担情况。以地方政府财政作为担保的平台贷款又进一步加剧了地方政府的隐形债务。根据上海财经大学公共政策研究中心课题组2010年3月发布的《2010中国省级部门行政机关透明度排行榜》，以百分制计，全国341个省级部门单位的行政收支及相关信息的透明度状况平均分分别仅为3.21分和3.24分。

6.地方财政过度依赖土地出让收入[注]

目前我国地方财政存在过度依赖土地出让收入的现象。一方面地方政府通过直接出售土地获得收入，另一方面地方融资平台可以土地作为抵押，获得银行贷款。房地产相关税收和国有土地使用权出让收入在地方政府可用收入中的比重较高。地方政府可用收入分为地方本级收入、中央转移支付和土地出让收入三部分，其中地方本级收入约占地方政府可用收入的44%，房地产相关税收占地方本级收入比例约20%，房地产相关税收相当于占地方政府可用收入的9%（44%×20%）；土地出让收入约占地方政府可用收入的20%，国有土地使用权出让收入占土地出让收入比例约79%，国有土地使用权出让收入相当于占地方政府可用收入的16%（20%×79%）。与房地产相关的地方本级收入中的房地产相关税收和国有土地使用权出让收入合计占地方政府可用收入的25%。

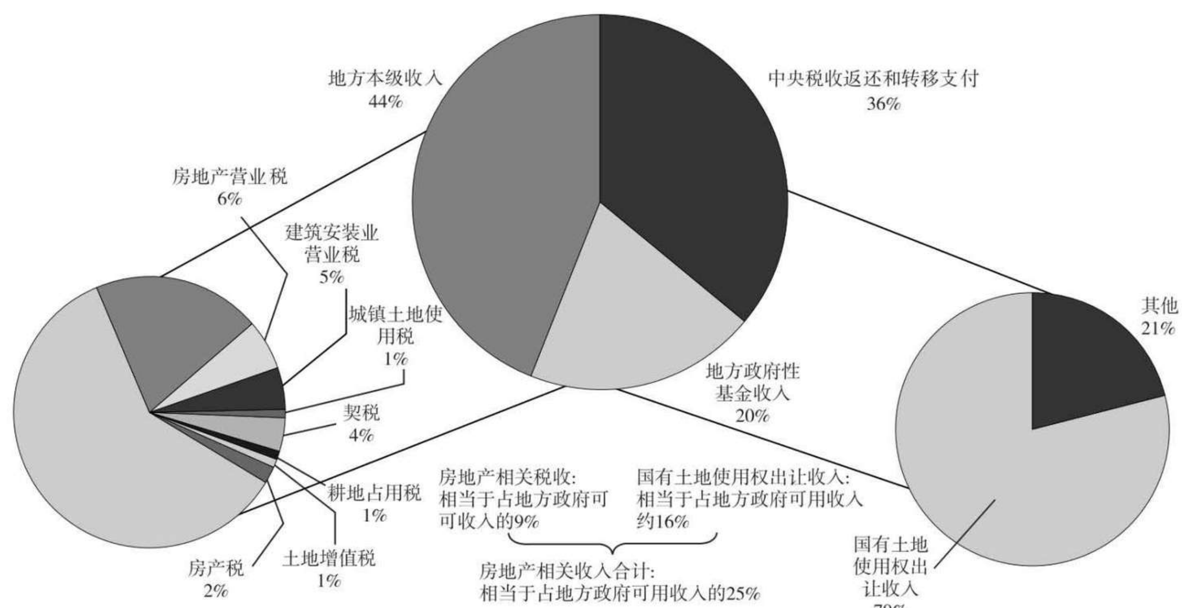


图8-7 2008年土地出让收入和房地产相关税收合计占地方政府可用收入的约1/4

资料来源：毛军华，罗景等.在发展中动态解决地方政府融资平台贷款风险可控[R].中国国际金融有限公司，2010-03-11

2004年以来，我国土地出让方式发生重大变化，努力推行土地“招、拍、挂”，全国土地收入猛增。2009年全国土地出让签订合同款达到15 910亿元。目前我国县市中，土地出让金占预算外财政收入

的比重已超过了50%，有部分地区甚至占到了80%以上。土地出让金收入的增长幅度远高于全国财政总收入的增长幅度。

8.3.2 .2地方政府债务统计中存在的问题

1.财政负债核算范围过窄

按照《财政总预算会计制度》（财预字〔1997〕287号）第26条的规定，财政负债是“一级财政所承担的能以货币计量、需以资产偿付的债务。包括应付及暂收款项、按法定程序及核定的预算举借的债务、借入财政周转金等”。从定义理解，只要是财政承担的能够以货币计量、需以资产偿付的债务就是财政负债。根据张海星（2007）对地方政府债务的分类矩阵（见表8-3），地方政府债务既包括显性负债和直接负债，还应包括或有负债和隐性负债。然而，中国目前的政府会计遵循收付实现制的原则，只能核算当期实际收到现金的直接显性负债，而并未核算当期已经发生而尚未用现金偿付的直接隐性负债，以及可能引起财政支出增加的或有负债，从而造成财政负债核算范围过窄，使得大量政府或有负债游离于地方政府会计核算之外，地方政府财政无法确定其应承担的债务偿付责任。

表8-3 地方政府债务分类矩阵

债　务	直接债务	或有债务
显性债务	① 政府的主权外债 ② 国债转贷资金 ③ 从中央政府借的专项借款 ④ 向国内金融组织、单位和个人的借款 ⑤ 各种拖欠： 其中：拖欠工资和离退休费 拖欠工程款 拖欠上级财政周转金	① 政府担保的外债 ② 政府担保的国内债务 ③ 国债转贷配套资金 ④ 政府部门金融机构不良资产 ⑤ 社会保障资金收支缺口 ⑥ 粮食企业经营性亏损挂账
隐性债务	① 地方公共项目未来的支出 其中：教育支出欠账 改善基础设施的欠账 ② 政府的社会保障计划 ③ 地方财政承担的粮食企业亏损补贴挂账	① 为国有企业改革所支付的一些相关成本 ② 未根据国家有关规定提供担保或允诺承担偿还责任的债务 ③ 政策性投融资公司的呆坏账损失 ④ 政府直接干预下形成的国有企业、国有政策性投融资机构债务 ⑤ 地方金融机构的不良资产及支付缺口 ⑥ 对下级政府财政危机的救助

资料来源：张海星.政府或有负债问题研究[M].北京：中国社会科学出版社，2007：132

2.地方政府债务信息披露不完整

现行的政府会计报告包括资产负债表、预算执行情况表、预算执行情况说明书及其他报表。其中，资产负债表通过“借入款”科目反映截至某一时点政府财政实际拥有的因政府借款和政府债券引起的债务本金数额，财政支出决算明细表通过“债务利息支出”科目反映当期归还的到期债务利息数额。政府会计报告只能揭示和披露直接显性负债信息，而对于直接隐性负债风险和或有负债风险的状况就无法作出客观评价。由此带来的后果是地方政府会计披露的财政负债规模远远低于实际存在的负债规模。

3.地方政府债务实际状况不清晰

一方面，各地没有对地方政府举债实行归口管理。负债主体多样且较复杂，有的债务，如外国政府和国际金融组织贷款、国债转贷

等，已统一由财政部门管理，但还有很多负债，尤其是有关部门及以公司名义进行的融资等，并未实行统一管理，相关管理只能分散在有关政府部门、事业单位和地方政府设立的融资性机构。这些未实行统一管理的负债，其有关情况大多只有举债人自己清楚，其他部门难以掌握，即便近年来财政部门开始进行统计，也只是事后管理。因此，地方政府债务的整体情况无法得知。

另一方面，地方政府债务统计口径尚不统一。分税制改革后的一段时间内，地方政府债务问题尚未引起关注。近年来，有关方面对地方政府负债问题日益重视，但由于缺乏统一管理，其界定并不统一。2002年起，按照财政部布置，各级财政部门着手对地方政府性债务进行全面统计。然而，由于管理不尽相同以及理解可能有差别，各地统计的地方政府性债务含义实际并非完全一样，有的统计范围较宽，有的较窄。由于统计口径不统一，目前中国地方政府债务的实际规模难以准确统计，真实状况并不清楚。再加上各地政府一般不公开债务统计情况，外界对地方政府债务整体情况更是无法清晰了解。正因为如此，关于中国地方政府债务规模常见的是一些专家学者的局部调查数据或大致估算数据，权威、完整的统计数据较为缺乏。

4.尚未建立地方政府债务风险预警机制

由于地方政府债务尚没有统一的统计口径，当前的地方政府的会计核算中尚未建立用于风险控制的地方政府债务指标体系（如负债率、债务率、新增债务率、担保债务比重、偿债率、利息支出率、资产负债率和债务依存度等），用以评价地方财政直接负债的高低，而对于地方财政的隐性负债风险和或有负债风险状况更是无法作出客观评价。这使得政府会计披露的地方财政负债规模远远低于实际存在的负债规模，可以预计到的地方财政负债风险也远远低于实际存在的地方财政负债风险，地方政府偿付债务能力和承担负债风险的压力均被低估。长此以往，将给地方财政安全运行造成严重的负面影响。

1. 陈振锋，刘贵冰，贾崧，蔡晓婧，张曦.整体风险可控，区域隐忧存在——地方政府融资平台债务专题研究[R].中国工商银行，2010年6月。
2. 陈卫东，张友先，朱爱萍.构建地方政府加强基础设施建设的模式[R].全球经济金融问题研究，2010：18。
3. 陈卫东，张友先，朱爱萍.构建地方政府加强基础设施建设的模式[R].全球经济金融问题研究，2010：18。
4. 陈卫东，张友先，朱爱萍.构建地方政府加强基础设施建设的模式[R].全球经济金融问题研究，2010：18。

8.4地方政府合理举债规模的确定

8.4.1 国外地方政府举债情况

8.4.1 .1举债权限与举债方式

据统计，世界53个主要国家中，有37个国家允许地方政府举债。大多数国家规定，只有联邦政府或中央政府可以举借外债，地方政府通常只能举借内债。绝大部分国家要求地方政府在举债时必须遵守“黄金规则”，即除短期债务以外，地方政府举债只能用于基础性和公益性投资项目。㊟

在允许地方政府举债的国家中，地方政府举债的方式主要有两种：一是发行地方政府债券；二是向金融机构借款。如在美国，地方政府主要通过发行市政债券进行举债；在日本，地方政府主要通过发行地方公债进行举债；在法国，地方政府则主要通过银行借款来筹集资金，很少发行债券。而在发展中国家，往往倾向于由中央政府向地方政府提供直接或间接的长期贷款，如印度地方政府从中央政府贷款的份额一直较高，目前印度地方政府对中央政府的负债占地方政府债务总额的比重已由20世纪50年代的50%上升到75%。

8.4.1.2地方政府举债控制模式㊟

在地方政府举债控制模式上，由于各国宪法、法律和财政制度要求不同，中央政府对地方政府的行政控制力度差异较大，因此，各国

中央政府对地方政府举债控制的模式多种多样，主要有市场约束、共同管理、制度约束和行政控制四种模式。

（1）市场约束模式，指中央政府对地方政府债务管理不做具体规定，由地方政府基于市场秩序自我约束举借债务。目前，加拿大和芬兰等采用此模式。在加拿大，省级政府举债不受任何宪法或联邦政府的限制，是否借款和借款额度直接受制于金融市场。由于需要一个或多个国际投资机构评定可授信债务额度，实际上各省不得不服从市场秩序。值得注意的是，与省政府不同，省以下地方政府必须按省政府要求进行经常性预算平衡。但各省均通过政府中介机构或以配套拨款方式帮助省以下地方政府举债。涉及长期借款的政府资本性支出必须获得省政府批准。

（2）共同管理模式，指地方政府通过参与宏观经济政策目标及其相关指标的制定，与中央政府就各级政府的总赤字目标以及收支项目的增减情况达成协议。目前，澳大利亚、比利时和丹麦等国家采用这种管理模式。在澳大利亚，1927年正式成立了代表所有地方政府和中央政府的专门借款委员会。根据有关规定，联邦政府和每个州政府需向借款委员会陈述下一年度的净融资需求，在符合国家宏观经济政策的情况下，借款委员会通过成员间的协商，决定联邦政府和各州政府下一年度的融资额度。

（3）制度约束模式，指主要通过法律条款及财经法规对地方政府借款实行管理和控制。目前，南非和巴西等国采用这种模式。在南非，地方政府的主体为市级政府，市级政府财政和债务管理的主要法律依据为2003年7月通过的《市级财政管理法案》。该法案对市级政府举债的条件、内容、程序、信息报露、风险防范、纠错和惩罚机制进行了详细规定。巴西在经历了三次地方政府债务危机之后，于2000年5月颁布了《财政责任法》及其配套法案，建立了三级政府在财政及债

务预算、执行和报告制度上的一般框架，对地方政府举债进行了操作性极强的制度层面的量化指标约束。

（4）行政控制模式，即中央政府运用行政手段管理地方政府债务，控制范围涉及债务规模、单笔借款和中央转贷地方等，既包括事前审批，也包括事后监控。这种管理模式在日本和法国等单一制国家较为常见。在日本，未经中央政府批准，地方政府不能举债。每年由中央政府制订地方政府贷款计划，内容包括地方债发行总额、用途、发行方式及每种发行方式的债务额度，并与“地方政府财政计划”同时拟订。在法国，中央政府对各级地方政府的债务和财政运行情况，主要是通过审计法院、经济和财政部以及该部派驻各省、市镇的财政监督机构进行监控。

8.4.1.3管理机构(注)

世界上绝大部分国家都有较为统一的债务管理部门，在中央政府一般设有相应的地方政府债务管理机构。除匈牙利1995年专门成立政府债务管理署统管国内债务外，其他国家地方政府债务全部由财政部统一管理。管理机构主要有两种类型：

（1）由财政部相关业务部门代管。在南非，财政部政府间财政关系司下设省级财政处和城市财政处，分别承担省级和市级债务管理职能；在加拿大，财政部金融政策管理局的金融市场处负责政府融资、政府债务管理及风险控制工作。

（2）在财政部内单独设置地方政府债务管理机构。在法国，经济与财政部国库司下设的“债务管理中心”，对各级政府的资产和负债情况进行日常监督和管理；在德国，联邦财政部下设的第七理事会所属A理事会具体负责债务管理与控制；从1998年起，保加利亚财政部成立债务司，统一债务管理职能。

8.4.2 国外对地方政府举债规模的控制

8.4.2 .1国外地方政府举债规模控制方式

国外对地方政府举债规模的控制通常包括需求控制与供给控制两种方式。需求控制主要约束作为借款方的地方政府，而供给控制旨在规范银行及非银行金融机构发放政府贷款的行为。

在需求控制方面，国外一般采用负债率、债务率、新增债务率、担保债务比重、偿债率、利息支出率、资产负债率和债务依存度等指标进行规模控制，如表8-4所示。

表8-4 国外主要采用的需求控制指标

指　标	公　式
负债率	年末政府债务余额/当年地方 GDP
债务率	年末政府债务余额/当年财政收入
新增债务率	当年新增债务额/当年财政收入增量
偿债率	当年债务还本付息额/当年财政收入
利息支出率	当年利息支出额/当年财政收入
债务依存度	当年举借债务数额/（当年财政支出＋当年债务还本付息额）
资产负债率	年末政府债务额/年末政府资产额
担保债务比重	年末担保债务余额/当年财政收入

负债率主要反映地方经济总规模对政府债务的承载能力及地方政府的风险程度，或地方经济增长对政府举债的依赖程度。指标值越大，说明风险越高；反之亦然。对一国政府的外债，国际公认的负债率警戒线为20%，高于此值即被认为进入风险区。但对地方政府举借的内债，各国基于特定的国情，指标口径不同，警戒线数值迥异。

债务率反映地方政府通过动用当期财政收入满足偿债需求的能力，该指标是对地方政府债务总余额的控制。目前国际上对各国地方

政府债务率没有统一标准，但从各国实践看，该指标大多在100%左右。

新增债务率反映地方政府当期财政收入增量对新增债务的保障能力，这是对地方政府债务增量的控制指标。

利息支出率反映地方政府通过动用当期财政收入支付债务利息的程度。将地方政府借款需求同偿债能力挂钩，可以有效遏制其扩大债务规模的冲动，同时能够在较大程度上避免地方政府出现债务危机时对中央政府的“倒逼”行为。

资产负债率反映地方政府的资产负债结构及其总体风险状况。该指标有两个影响因素：地方政府债务余额和地方政府的资产总额。但从目前各国的实际情况看，受政府会计核算体系制约，相当一部分国家真实和完整地核算地方政府资产额还有较大困难，只有实行了权责发生制的国家控制地方政府债务规模时选用这一指标。

担保债务比重主要反映地方政府的担保风险；偿债率反映地方政府当期财政收入中用于偿还债务本息的比重；债务依存度反映当年地方政府财政支出对借款的依赖程度。

与需求控制相比，目前国外对地方政府债务供给的控制措施较为简单，主要有限制可提供政府贷款银行的范围、限制地方政府债务余额占银行净资产比重以及金融机构配合政府实施需求控制三种方式。

8.4.2 .2不同国家地方政府举债规模的控制

1.美国[注]

（1）需求控制。

美国对市政债券发行规模有所限制，大多针对一般责任债券，控制指标主要有：负债率、债务率和资产负债率等，如债务率（州及州以下地方政府债务余额/州及州以下地方政府年度总收入）为90%～120%，负债率（州政府债务余额/州内生产总值）为13%～16%。

在美国各州中，哥伦比亚州的“红绿灯”需求控制系统较为典型。哥伦比亚州1997年制定的《358号法律》（红黄绿灯法律），将地方借款与其支付能力挂钩，明确了对地方政府债务的具体限制性规定。通过利息支出率和债务率两个指标来对哥伦比亚州政府举债进行约束，其中利息支出率用地方政府的债务利息支出与经常性盈余(注)之比来表示，该指标代表地方政府的资金流动性；债务率用债务余额与经常性收入(注)之比来表示，该指标代表了地方政府的债务偿还能力。针对每一地方政府的贷款需求，上述指标的作用类似于交通信号灯。由于限制指标为两个，实际评估中，首先就两个指标分别确定亮灯区域，然后再综合决定最后亮灯区间。具体原则是：只要有一个指标为红灯，则为红灯；如没有红灯，则只要有一个指标为黄灯，则为黄灯；如果都为绿灯，则结果为绿灯（如表8-5所示）。

表8-5 《358号法律》规定的哥伦比亚州地方政府债务预警体系

控制指标	绿灯区	黄灯区	红灯区
债务利息支出/经常性盈余（流动性指标）	小于40%	40% ~60%	大于60%
债务余额/经常性收入（偿债能力指标）	小于80%	小于80%	大于80%

① 严重负债（红灯区）：该区间主要根据债务利息支出与经常性盈余之比大于60%，或债务余额与经常性收入之比大于80%来体现。处于红灯区的地方政府被禁止借款。

② 中等负债（黄灯区）：该区间主要根据债务利息支出与经常性盈余之比大于或等于40%但是小于或等于60%，而且债务余额与经常性收入之比小于80%来衡量。处于黄灯区的地方政府必须首先获得中央财政部的允许，而且借款政府必须与金融机构（借贷方）签订业绩

合同。该业绩合同规定了在某一时期内，该地方政府必须达到的一系列改革目标，如增加税收和非税收入、削减支出、达到经常性盈余和改善债务结构等。

③ 自主负债（绿灯区）：该区间主要根据债务利息支出与经常性盈余之比小于40%和债务余额与经常性收入之比小于80%来衡量。处于绿灯区的地方政府被允许自行签订借款合同。

由于《358号法律》并没有得到很好的执行，2003年的《第795号法律》（红绿灯法律）取消了原系统的黄灯分类（第120款）。修改后的法律对地方政府的借款限制更为严格。实际操作中，只要有一个指标亮红灯，则结果为红灯（如表8-6所示）。

表8-6 《795号法律》规定的哥伦比亚州地方政府债务预警体系

控制指标	绿灯区	红灯区
债务利息支出/经常性盈余（流动性指标）	小于40%	大于40%
债务余额/经常性收入（偿债能力指标）	小于80%	大于80%
关于借款的规定	地方政府可以自行签订新的借款合同	禁止地方政府借款

① 严重负债（红灯区）：该区间主要根据债务利息支出与经常性盈余之比大于40%和债务余额或经常性收入之比大于80%来体现。处于红灯区的地方政府被禁止借款。

② 自主负债（绿灯区）：该区间主要根据债务利息支出与经常性盈余之比小于40%和债务余额与经常性收入之比小于80%来衡量。处于绿灯区的地方政府被允许自行签订借款合同。

2003年的《第819号法律》（《财政透明和责任法》）在《第795号法律》基础上又添加了另外一层规定。在最初的流动性指标和偿债能力指标外，添加了第三项指标，即经常性盈余应大于或等于债务利息。这意味着财政赤字必须是零，即借款只限于为现存债务提供资

金。如果政府计划降低其税收或者提高支出，使支出超过预期支出，则必须得到中央财政部的批准。然而，中央政府并不能对收入多少进行完全的控制。

（2）供给控制。

对商业银行的贷款行为进行管理和监督是限制地方借款的重要途径，而在美国，银行贷款主要是由私人商业银行主导的。在特定的情况下，这种监管需要获得银行和管理委员会的批准。另外，根据相关条款规定，即使未履行偿债义务的地方实体有担保人的支持，银行也有责任不对其提供贷款。针对20世纪90年代初期和中期的借款狂潮，银行监督机构规定，任何到期日超过一年的地方贷款都是有风险的。这些控制后来有所放松，但是，在地方政府的两年狂热借款之后又得到了加强。2000~2001年的改革则引入了对地方实体进行贷款等级划分的墨西哥模式。

哥伦比亚州一直禁止中央银行向地方政府贷款。此外，如果地方实体违反了《617号法律》和《358号法律》的规定，或者对政府欠有债务，那么，法律就禁止政府向该地方实体贷款或者为其债务提供担保。另外，财政机构和区域发展机构对地方实体的贷款必须满足《358号法律》、《617号法律》和《第817号法律》等不同法律规范的限制要求，否则，信用协议就是无效的，所借资金也必须立即偿还，而且没有利息及任何其他费用。

2.巴西[注]

（1）需求控制。

巴西对地方政府举债需求方面的控制主要表现在限制举借新债、限制举债时间和限制偿还债务三个方面。

在限制举借新债方面，巴西规定：地方政府借款额不得超过资本性预算的规模；州政府债务率（债务余额/州政府净收入）要小于200%；市政府债务率（债务余额/市政府净收入）要小于120%；新增债务率(新增债务额/政府净收入)不得大于18%；担保债务比重（政府担保债务余额/政府净收入）必须低于22%。即使债务规模已控制在上述限额内，地方政府还需满足一定条件，并经参议院决议通过才可举借新债。

在限制举债时间方面，规定州及市政府换届前的8个月内不允许举借新债。

在限制偿还债务方面，规定地方政府偿债率（还本付息额/政府净收入）不得小于13%；如果地方政府将其债务转嫁给联邦政府，在完全偿还前，地方政府不得举借新债。

（2）供给控制。

在地方政府举债供给控制方面，巴西规定中央银行应限制各银行向公共部门提供贷款，其中对银行净资产规模的限制是，地方政府债务余额与银行净资产的比重必须小于45%。对于违规举债、突破赤字上限或者无法偿还联邦政府或任何其他银行借款的地方政府，各银行禁止向其贷款。地方政府供应商与合同承包方不得向地方政府或者其关联实体提供信贷。此外，巴西国有与地方政府所属银行也不能发放政府贷款。

3.新西兰㊟

新西兰对地方政府举债规模的控制主要是在需求方面，重点对地方政府债务的总量进行控制，主要包括以下三个指标：

一是债务率（债务余额/财政收入）不得超过150%，该指标主要是对债务总量的控制，反映地方政府通过动用当期财政收入满足偿债需要的能力。

二是利息支出率，反映地方政府当期财政收入或税收收入偿付债务利息的能力。新西兰在运用该指标时采用两个口径，利息支出率Ⅰ（净利息支出/财政收入）要小于15%；利息支出率Ⅱ（净利息支出/地方税收收入）要小于20%。以上两个指标将地方政府举债需求同其偿还能力挂钩，可有效遏制其扩大债务规模的冲动。

三是资产负债率（债务余额/总资产）不得超过10%，该指标用于全面衡量地方政府资产负债情况及总体风险。地方政府通过估算与其总资产水平相对应的借款水平决定其借款规模。

4.波兰(注)

（1）需求控制。

波兰1998年出台的《公共财政法》对地方政府举债规模从需求方面加以了限制：

① 限制地方政府总规模。波兰规定负债率（债务总额和担保债务之和/GDP）超过50%时，地方政府将不允许新增债务。波兰还对政府担保债务数额设定上限，规定担保债务率（担保债务/GDP）在1.0%~3.7%之间（各个年度的上限值不相同）。

② 限制地方政府举借外币债务。波兰规定：债务发生时，必须以波兰货币表明债务总额的价值；只有由多边金融机构（如世界银行）提供的贷款或由国际信用评级机构提供的优惠利率投资，才允许举借外币债务。

③ 限制地方政府债务偿还情况。偿债率（年偿债额和债务担保额/当年税收收入）不得超过15%，逾期债务率（未偿债务累积额/地方政府税收收入）要小于60%。波兰《债券法》还对市政债券发行做了相关规定，如所有发行者有责任以其所拥有的资产来偿付债务，地方政府需呈交发债前一年度的预算，并附上地区会计局关于该地方政府信用的意见，而公司债券发行者则必须呈交独立审计报告和资产负债表。

（2）供给控制。

波兰银行贷款风险由《银行法》第128款与《银行监管条例》予以规范管理。《银行法》第128款规定，银行自有资金至少等于其风险加权化资产与表外负债之和的8%。波兰将举债者分成三个级别，银行根据其信用级别及风险程度决定贷款额度。一级举债者包括财政部、中央银行、银行担保基金、出口信用公司、华沙证券交易所、欧盟中央银行和股票交易所，其债务风险系数为零。二级举债者包括波兰地方政府、欧洲联盟国家的地方政府和多边金融机构（如世界银行、欧洲发展银行等），其风险系数为20%；但如果其债务由一级机构担保，或用一级机构的证券作抵押，则风险系数也为零。三级举债者包括其他所有的经济实体，属于三级经济实体的，如果以不动产留置权作抵押，其债务的基本风险系数为50%；如果没有以留置权作抵押，则风险系数为100%；如果三级实体债务由一级或二级机构担保，或用一级或二级机构的证券作抵押，那么其风险系数为零或20%。

8.4.3 中国地方政府举债规模的确定

近几年随着国民经济持续高速增长，中国地方政府整体财政状况不断趋好，地方本级财政收入从2000年的6 406亿元增加至2008年的28

645亿元，增幅达到347%，2009年1～11月[注]地方本级财政收入达29 328亿元，同比增长12.1%。

至于地方政府合理的债务规模，虽然目前中国尚未制定地方政府债务控制标准，但可以借鉴国外对地方政府债务规模的管理经验来进行估算。

国外在对地方政府债务规模需求控制方面，较为常用的指标为债务率和负债率。各国主要是通过对指标设定一个警戒线来控制地方政府债务情况，但由于各国国情不同，对警戒线的设定也不统一。以债务率为例，债务率是年末地方政府债务余额与当地财政收入的比值，该指标反映地方政府通过动用当期财政收入满足偿债需求的能力，是对地方政府债务总余额的控制，美国规定债务率（州或地方政府债务余额/州或地方政府年度总收入）为90%～120%；新西兰要求地方政府债务率小于150%；巴西规定借款额不得超过资本性预算的规模，州政府债务率（债务余额/州政府净收入）小于200%，市政府债务率（债务余额/市政府净收入）小于120%。

考虑到中国国民经济及地方财政的高速增长，同时考虑到基础设施完善所带来的地方政府土地收入的提高以及其他收入水平的稳步提高，假设债务率不超过200%，在此基础上可计算出中国地方政府债务余额2009年11月末不应超过58 656亿元。而若以负债率不超过20%计算，截至2009年年底，中国地方政府债务规模不应超过67 071亿元。

---

1. 张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.国外地方政府债务管理情况综述[J].经济研究参考，2008，（22）：2-8。
2. 张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.国外地方政府债务管理情况综述[J].经济研究参考，2008，（22）：2-8。
3. 张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.国外地方政府债务管理情况综述[J].经济研究参考，2008，（22）：2-8。

4. 张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.哥伦比亚的地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（22）：20-23。
5. 经常性盈余=经常性收入-经常性支出（不包括利息支出）-对下级政府的转移支付。
6. 经常性收入主要包括税收、非税收入、来自中央政府的转移支付、中央与地方政府之间的收入分成和利息收入等。
7. 张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.巴西整治地方政府债务危机的经验教训及启示[J].经济研究参考，2008，（22）：11-14。
8. 张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.新西兰的地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（22）：28-31。
9. 张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.波兰的地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（22）：33-37。
10. 根据公开信息，未找到2009年全年地方本级财政收入数据。

8.5 防范城投债风险的对策与建议

8.5.1 强化地方政府债务风险管理

由于中国大多数城投债的债务偿还都需依靠地方财政，地方财政风险已成为城投债的首要风险，因此，强化地方政府债务风险管理是中国现阶段防范城投债风险的首要举措，结合中国地方债务管理中存在的问题，笔者提出如下建议：

1.加大对地方政府债务的监管力度

2009年，在4万亿投资计划刺激以及积极财政政策和适度宽松货币政策的推动下，中国地方政府债务增长迅猛，已对地方财政构成了很大风险。为防止风险的进一步扩大，避免地方政府债务危机的发生，笔者认为相关部门应加大对地方政府债务的监管力度，以此来约束地方政府官员的举债行为。

在8.2.1.2小节中，笔者对无债务约束条件下地方政府官员的举债行为进行了分析，在对模型的分析中有一个假定，即地方政府各单位在举债的时候不考虑偿债的问题。因为地方政府无力偿债时，总是可以通过手中的权力，将风险转嫁给同级金融部门或上级政府。但是，随着中国财政体制改革的推进，相关部门越来越重视地方政府债务风险问题，同时也加大了对地方政府债务的监督力度。虽然目前还没有相关的强制性措施对不能按期偿还债务的官员进行惩罚，但是，随着相关部门对债务融资项目审查越来越严，公众对地方政府监督力度的加大，以及财政部门和审计部门对项目的事前、事中乃至事后的监

督，地方政府官员随意举债的情况将有所收敛。为此，笔者将在前文的基础上，进一步讨论地方政府官员在存在偿债压力的情况下，如何来安排自己的债务预算，以实现自身效用的最大化。

首先，笔者认为地方政府偿债压力来自两方面：一方面是举债的规模，另一方面是还债的期限。债务的规模越大，还债的时间越紧，对地方政府官员构成的压力就越大。笔者构造如下债务压力函数：

$$F = \rho \cdot TB \tag{8.29}$$

其中，TB是地方政府举债时的债务预算，而ρ是偿债压力时间因子，该因子不仅与偿债时间有关，更重要的是，还与地方政府官员的任期有关。

笔者将偿债压力时间因子ρ定义如下：

$$\rho = \begin{cases} kT^{-1} & (T \geqslant 1 \text{ 的整数}, 0 < k < 1) \\ 0 & (Tg < Td) \\ T = Td - Ts & \end{cases} \tag{8.30}$$

其中，Tg、Td和Ts的含义如图8-8所示。从时间因子ρ的表达式中可以看出，对地方政府官员来说，如果其在任期内无须偿债，其偿债压力为0，如图中C点所示；如果在任期内需要偿债，即偿债时间在地方政府官员的任期内，则其存在偿债压力，如图中A点所示。偿债时间距离举债的时间越短，地方政府官员的压力就越大。这里k代表一定的官僚体制下偿债约束对地方政府官员的压力。笔者认为，随着政府受托责任的日益增大，财政监督越来越严格，k值将越来越大。另外，在此讨论的是官员举债的行为，地方政府官员上任之时已经存在的债务不包含在内。

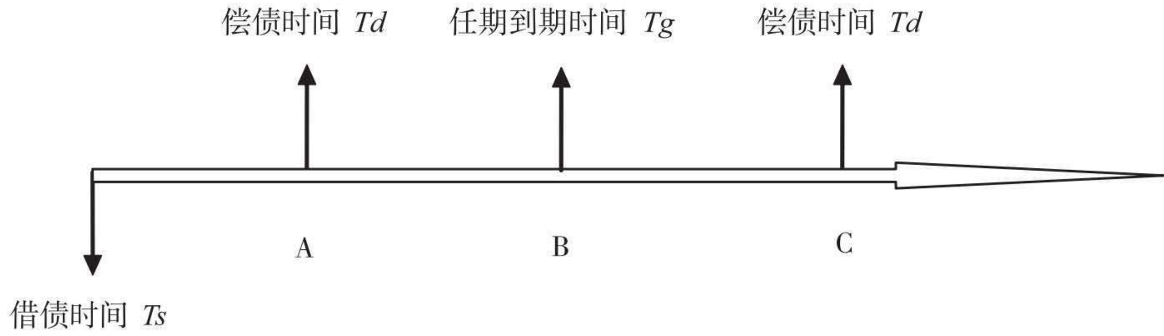


图8-8 地方政府偿债时间

偿债压力对地方政府官员来说意味着负效用，是一种成本。因此，对公式（8.22）进行改进得到：

$$U = \alpha Q^{\beta}(TB - TC - \rho TB)^{\gamma} = \alpha Q^{\beta}[(1-\rho)TB - TC]^{\gamma} \quad (0 < \rho < 1) \qquad (8.31)$$

将 $TB = aQ - bQ^2$ 和 $TC = cQ + dQ^2$ 代入公式（8.31）中得到：

$$U = \alpha Q^{\beta}[(a - a\rho - c)Q + (\rho b - b - d)Q^2]^{\gamma} \qquad (8.32)$$

一阶条件有：

$$\alpha\beta Q^{\beta-1}[(a - a\rho - c)Q + (\rho b - b - d)Q^2] = -\alpha Q^{\beta}\gamma[a - c - a\rho + 2(\rho b - b - d)Q] \qquad (8.33)$$

化简得：

$$\beta(a - c - a\rho) - \beta(b + d - \rho b)Q = \gamma(2bQ + 2dQ - a + c + a\rho - 2\rho bQ) \qquad (8.34)$$

解得存在偿债压力的最优公共产出为：

$$Q' = \frac{(\beta+\gamma)(a - c - a\rho)}{(\beta + 2\gamma)(b + d - \rho b)} \qquad (8.35)$$

由此可知，当地方政府官员不存在偿债压力，即ρ=0时，

$$Q' = \frac{(\beta + \gamma)(a - c)}{(\beta + 2\gamma)(b + d)} \tag{8.36}$$

这与8.2.1.2小节中得到的结论相一致。那么地方政府官员存在着偿债压力的情况下，它所偏好的公共产出是增加还是减小了呢？

将公式（8.35）减去公式（8.24），得到：

$$\begin{aligned} Q' - Q &= \frac{(\beta + \gamma)(a - c - a\rho)}{(\beta + 2\gamma)(b + d - \rho b)} - \frac{(\beta + \gamma)(a - c)}{(\beta + 2\gamma)(b + d)} \\ &= -\frac{\beta + \gamma}{\beta + 2\gamma} \cdot \frac{(ad + bc)\rho}{[b(1 - \rho) + d](b + d)} \end{aligned} \tag{8.37}$$

由于$a>0$，$b>0$，$c>0$，$d>0$且$0<\rho<1$，则$Q'-Q<0$。

说明当存在偿债压力的情况下，地方政府官员所偏好的最优公共产出Q'将会减小。又因为TB是Q的增函数，故地方政府官员在有偿债约束的情况下，最大债务预算TB将有所减少，地方政府官员的举债行为将得到收敛。

2.妥善解决地方政府“土地财政”问题[注]

追求土地收益和土地抵押融资规模最大化成为政府储备土地的真实宗旨。政府、与土地相关的产业、银行之间形成环环相扣的利益联结。一届政府往往把今后若干年的土地收益一次性收取，预支了未来若干年的土地收益总和。从长期来看，建设资金对土地财政的依赖加剧了基础设施建设资金需求和供给之间期限错配问题。

解决地方政府“土地财政”问题，当务之急是从制度安排上弱化地方政府“以地生财”的冲动。主要措施有：

第一，阻断地方政府的卖地机制。地方政府对建设用地的垄断性卖地权，是土地财政形成的根源。只要可以从农民手中低价征地，并向市场高价供地，地方政府就不可能轻易放弃对建设用地的垄断权。因此必须打破地方政府垄断土地一级市场的格局。

第二，推动与土地相关的税制改革。采取土地财产税等改革措施改变地方财政过分依赖土地批租环节的现状。建议将现行的各种土地税费合并为三个税种：土地占用税、土地保有税和土地交易税。

第三，盘活国有基础设施存量资产。目前对基础设施的投融资主要考虑的是增量扩大，实质是将国有土地资产中相当大的一部分转化成了基础设施的国有资产。在过去的数十年，地方基础设施建设大部分都是由地方政府操办，到目前为止已经积累了庞大的存量资产。尤其是大量经营性和准经营性基础设施项目目前仍完全由地方政府掌握。针对这部分资产，可考虑通过产权转让和经营权转让等方式进行盘活。

3.完善地方政府债务统计制度

完善中国地方政府债务统计制度，查清地方政府现有债务规模，是防范地方政府债务风险的关键任务之一。地方政府债务是地方财政风险的核心问题，没有真实可靠的地方政府债务信息，就难以对地方财政风险作出客观和真实的评价，也难以找到防范与化解风险的有效措施。因此，在当前地方政府债务风险不断加大的情况下，改革现有的地方政府会计制度已迫在眉睫。结合现阶段中国地方政府债务统计中所存在的一系列问题，笔者认为应重点从以下4个方面进行改革：

（1）地方政府债务核算逐步由收付实现制过渡到权责发生制。

（2）采取谨慎性原则对地方政府债务进行确认和计量。

（3）扩大财政负债核算范围。

（4）实行地方政府债务统一归口管理。

4.提高地方财政透明度

地方政府债务管理的高度透明有利于提高其债务控制能力，防止地方政府债务恶性膨胀，因此，提高财政信息透明度对于防范地方财政风险、保障地方政府服务能力的可持续性和地方经济的稳定性有着重要意义，是降低地方政府债务风险的重要一环。这一点已经受到国际社会中很多国家的重视，很多国家为此要求地方政府提供和披露更加全面的财政信息，不仅包括预算收支信息，还要提供和披露地方政府财务状况的信息，以及地方政府作出的各种可能会影响未来预算收支的决策和承诺情况，如贷款担保等。依据这些信息，有助于揭示地方财政前景中的潜在风险，使地方政府及时作出有利于长期稳定的财政决策，也有益于社会公众监测、评估和实现财政的可持续性。此外，良好的财政信息透明度有助于保障社会公众对地方政府事务及其财务的知情权、参与权和监督权，有助于防止腐败和提高地方政府的公信力。

为此，地方政府应该在适当的时机将其债务风险信息向社会公众公开，并将其举债情况以及债务项目的实施情况向社会公众说明，以快速获取社会公众对项目的反馈信息，从而避免或减少因地方政府官员的道德风险而导致的过度举债行为，以及项目建设者的违法乱纪行为。

提高地方财政的透明度，可以依靠地方财政信息化得以实现。一方面，可以利用财政部门的内部网络和互联网实现财政信息向社会公众公开，通过在互联网上发布地方政府债务信息，可以快速实现地方政府与当地社会公众双向、直接的沟通和互动，有效地促进社会公众对地方政府各部门债务资金使用的监督，减少社会公众的信息申请和

相应的成本负担。另一方面通过向社会公众提供真实有效的信息，不断提高信息的更新速度，增进与社会公众与政府之间的交流与互动，迫使地方政府完成其受托责任。

5.建立适合中国国情的债务规模控制和风险预警机制

为了防范地方政府债务风险，应当根据地方政府举债的现状，研究确定相对科学合理的债务监控指标体系。从国外情况看，管理地方政府债务的有效手段是合理确定地方政府债务规模，建立科学的风险防范和预警机制。为使这一机制切实可行，相关指标要量化到每一级政府，同时要进行需求和供给双重控制。当前，中国虽然尚未发生地方政府性债务危机，但局部地区已经存在发生债务危机的隐患。为避免这种隐患转变为现实的风险，相关部门应尽快摸清地方政府债务规模，制定合理的债务风险控制标准。在现阶段，中国急需摸清地方政府现有债务规模，减少金融机构与地方政府之间的信息不对称，防止盲目借贷。同时，还需建立一套既符合地方财政债务状况，又能反映地方财政风险程度及其变化发展趋势的风险控制标准。以监测和预防债务风险发生。在国外，大部分国家对地方政府债务融资都制定了风险控制标准。以美国为例，对于地方政府债务不仅制定了规模控制标准而且还制定了风险预警系统，通过严格的规定来约束地方政府的融资行为，从而达到控制风险的目的。哥伦比亚州的“红绿灯”债务预警系统对中国建立地方政府性债务风险控制和预警体系有很好的借鉴作用。

风险预警是一个动态的过程，在风险预警过程中要用发展和动态的眼光看待问题，对预警系统进行不断的调整和完善，只有这样才能更好地发挥债务风险预警的作用。当前，如何在全国范围内建立具有实际操作性和切实有效的地方债务风险预警机制是一个棘手问题，有待深化研究。但建立地区性地方债务风险预警机制还是完全可行的。因此，笔者认为应根据先易后难的顺序，先在区域性地方建立债务风

险预警机制，然后逐步推开。当然，建立债务风险预警系统的运作仅有完整的统计指标体系和监测预警模型等技术手段是远远不够的，还必须有相应的配套制度安排，包括合理的法规框架和适当的组织体系等。只有将技术和制度两个方面紧密地结合起来，才能够有效地保障政府债务风险预警系统的正常运行。

6.建立地方政府债务约束机制

建立地方政府债务约束机制是加强地方政府债务管理的重要手段之一，在中国地方政府债务管理混乱，以及地方政府官员道德风险突出的前提下，在建立地方政府债务偿还约束机制的同时，还需要建立地方政府债务预算约束机制和地方政府债务资金使用约束机制。

8.5.2 完善信息披露制度

对于城投债市场而言，由于中国地方政府财政信息的严重不透明，导致投资者在投资决策中只能依靠发行和交易过程中发行人所提供的信息，处于严重的信息不对称地位，如果地方政府遗漏重要信息或提供了虚假信息，投资者势必遭受经济损失。因此，加强城投债信息披露，应成为中国防范城投债信用风险的重要措施之一。

从国际经验来看，美国的证券市场比较完善，市政债券运作的法律制度也比较健全，因而对于市政债券的发行采取事后监督的制度，即适用“反欺诈条款”追究在发行和交易过程中相关责任人的欺诈和欺骗行为。美国市政债券发行人按照自愿披露的规则提供债券信息，但行业自律协会对披露信息的要求也是十分严格的。日本政府对于地方公债的审批和相关信息的审查则侧重于事前，而且上级政府审查的权力很大。但无论如何，对于地方政府发债时信息披露的要求都是十分

详尽而且严格的，这既是证券市场成熟的表现，也是对投资者最重要的保护机制。

虽然《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第43号）有关于证券信息披露制度的规定，但内容主要针对上市公司，且线条较粗。基于城投债的特殊考虑，应制定专门适用于城投债信息披露的相关制度，对城投债发行和交易过程中的信息披露作出更为详细和具体的规定，不仅有助于地方财政的透明化，接受社会监督，也有利于保护投资者和市场信心的建立。

8.5.3 完善信用评级制度

信用评级可以为投资者提供公正和客观的信息，以优化投资选择，实现投资安全性，取得可靠收益，从而起到保护投资者的作用。信用评级是中国主管部门审核城投债的前提条件，有助于国家监管部门的监管，有利于金融市场的稳定；同时信用评级也降低了整个社会的信息搜集成本。信用评级制度作为美国市政债券的三大运行机制之一，在美国市政债券的发展过程中也起着非常重要的作用。

在中国，地方政府信用的缺失，使得投资者加大了对信用评级的依赖，因此，现阶段中国应建立一套科学有效的信用评级制度，并不断提升信用评级机构的公信力，以此来加强对城投债的监管。

1.降低垄断程度

目前中国评级业垄断程度过高，尤其是在短期融资券和中期票据评级市场上。据统计，2009年中国短期融资券和中期票据评级市场中，穆迪参股的中诚信国际和惠誉参股的联合资信市场占有率均处于前两名，按期数计算，两者累计市场占有率分别达到64.26%和

79.55%；按规模计算，两者累计市场占有率分别达到72.17%和78.09%（见表8-7）。外资评级机构通过参股方式过度垄断评级市场，严重挤压了民族评级机构的市场份额，不利于民族评级机构的壮大；同时垄断程度过高也不利于评级市场的发展。

表8-7 2009年中国短期融资券和中期票据评级市场占有率情况

机构名称	短期融资券				中期票据			
	期数	期数占比（%）	规模（亿元）	规模占比（%）	期数	期数占比（%）	规模（亿元）	规模占比（%）
中诚信国际	98	37.26	1 302.00	28.52	73	41.48	2 184.16	31.21
联合资信	71	27.00	1 993.00	43.65	67	38.07	3 280.20	46.88
大公	65	24.71	905.00	19.82	21	11.93	1 248.00	17.84
新世纪	29	11.03	365.70	8.01	15	8.52	285.00	4.07
总计	263	100.00	4 565.70	100.00	176	100.00	6 997.36	100.00

资料来源：鹏元资信评估有限公司统计

从美国经验来看，标准普尔、穆迪和惠誉长期在评级市场中的高度垄断地位导致了它们的话语权空前强化，继而导致投资者在投资决策时过于依赖标准普尔、穆迪和惠誉的评级结果。而次贷危机爆发后，标准普尔、穆迪和惠誉大范围的、过度的下调证券信用级别，使得投资者纷纷抛售手中的证券，从而对市场造成了剧烈冲击。总之，评级市场垄断程度过高不仅不利于评级业的发展，而且还会加剧金融市场系统风险。

评级行业在某些业务上的垄断会带来诸多负面影响。第一，从宏观层面看，根据美国的经验，垄断程度过高会导致市场份额较高的评级机构对整个金融市场产生较大的影响，不利于金融市场的稳定。第二，垄断程度较高导致评级机构没有动力去改进和提升自身评级技术，改善评级质量，不利于整个评级行业技术和质量的提升。在引入适当竞争的情况下，评级机构会迫于市场的压力不断改进自身的服务和评级质量。第三，在没有强有力竞争对手的情况下，评级机构可能采取短期化行为，如推行强行评级，提供附加服务，滥用垄断地位向

一些小公司施加压力以获取超额利润等，损害受评对象利益。第四，评级垄断也导致评级市场效率低下。一个没有竞争压力的市场也必然是一个没有效率的市场。因此，中国评级业应吸取教训，降低行业和某些业务如短期融资券和中期票据评级市场的垄断程度，多认可几家评级机构，适当引入竞争。

2.树立强势监管理念

评级作为准公共产品，关系到整个金融体系的安全，“次贷危机”的教训使得加强对评级机构监管成为各发达资本市场监管机构以及国际性金融组织的共识。随着债券市场的迅速发展，加强对信用评级机构的监管，加快立法，规范信用评级行业的发展已经刻不容缓。笔者认为应当从以下几个方面予以重点关注：

（1）监管部门应通过强势监管，增强评级机构的独立性。

对评级行业的监管，首先应当强化评级机构独立性，防范利益冲突。考察国际证监会组织以及美国对信用评级机构的立法，可以发现信用评级机构的独立性和利益冲突防范始终是其立法当中最为关注的两个基本方面，不仅强调对明显影响评级机构独立性的一些利益冲突行为的禁止，更强调建立利益冲突防范机制，包括成文的制度与程序等。次贷危机的教训也告诫我们，利益冲突的防范与控制始终是保证信用评级独立性的关键。

对此，可以借鉴国际立法经验，就中国目前信用评级行业存在的利益冲突行为进行规避或制定禁止性规定，同时着重于要求评级机构建立防范利益冲突的长效机制，加强内部控制，增强评级机构的独立性。

（2）监管部门应为评级机构建立起顺畅的信息沟通机制，以确保基本信息的对称和通畅。

信息监管也是对评级行业监管的一大重点。评级机构信息监管一般分为三大方面：一是要求信用评级机构在开展评级业务中应全面采用“留痕”注原则。“留痕”不仅是信用评级机构规范内部管理的基础，也是评价评级质量、判断业务开展是否合规以及识别潜在利益冲突和风险的基础。二是信息备案。对关键信息的备案有助于监管部门对信用评级机构经营活动进行实时监控。信用评级的“留痕”原则与备案制度共同构成了监管部门正常实施监管职能的最基本保障。三是信息披露。信息披露是提高信用评级机构可靠性，增加评级透明度的重要手段，亦是保障其他市场参与者利益必不可少的举措。

在信息监管方面，监管部门应为评级机构建立起顺畅的信息沟通机制，并不断监督评级机构信息披露的完整性、真实性、准确性和及时性。信息披露越充分、越及时，越有利于减少市场的信息不对称，越有利于其他市场参与者监督和评价评级机构的评级质量与执业行为。

（3）应加快促进和规范评级行业发展的一些关键性、基础性制度的制定和完善。

尽管近年来信用评级在债券市场中发挥的作用越来越重要，但有关信用评级行业发展的一些关键性、基础性制度依然较为缺乏。首先，关系行业发展命脉的准入制度层次较低，不能及时更新和提升。其次，多数监管部门的评级资格许可带有较大的随意性，基本无章可循，这也给评级行业的新制度供给埋下了隐患。最后，信用评级的相关立法工作明显滞后，有效的法律法规迟迟不能出台，国家有关部门出台的一些法律法规和管理办法虽涉及信用评级操作的一些具体问题，但整体性较差，针对性不强。因此，现阶段应加快评级业立法监管，促进和规范评级行业的发展。

（4）加强行业自律监管。

强化评级机构的自律意识，提高从业人员的执业水平，从而确保评级机构客观性和独立性，保护合法竞争，提高评级质量。2009年9月，中国证券业协会公布了《证券信用评级行业自律公约》，鹏元资信评估有限公司及其他4家评级机构参加了签约仪式，标志着中国行业自律监管迈出了新的一步。

3.建立统一监管体系

中国的信用评级最初是随着企业债券的发行而产生的，没有明确的归口管理部门，主要根据债券的发行主体由不同的监管部门监管。目前中国全国性评级机构已经不是拥有单一资格和简单从事单一业务的信用评级机构，多重监管将导致监管标准和资格许可标准不统一，增加监管成本，并降低监管的有效性。因此，现阶段中国应当建立统一的评级监管体系。

与此同时，交易所债券市场与银行间债券市场互通和互联的趋势不断加强，统一的债券市场势必形成，这也为信用评级行业统一集中监管、整合相关法律法规、自律规则及执业规范提供了现实基础，唯有这样才能构建最有效的监管体系，并有利于信用评级行业的长远发展。

4.建立合理有效的评级质量检验机制

任何信用等级的债券都存在违约的可能性，利用违约率和等级迁移率数据来对评级质量进行检验较为科学，也是国际上通行的做法。现阶段中国监管部门强调个案监管的检验制度不利于评级行业的长远发展。因此，在现阶段，中国监管部门一方面应当大力推进违约数据库的建设，另一方面应积极探索符合中国评级行业发展阶段的评级质量检验机制。

5.建立“双评级+双公开”制度

应借鉴国外评级业的经验，对同一发行主体由国内具有相应业务资格的两家评级机构进行评级，并同时发布评级报告和结果，这样更有利于揭露信用风险，尤其是在取消商业银行对债券的担保后，发行人自身的信用状况成为债券发行及定价的重要条件时，实行“双评级+双公开”制度显得十分必要。“双评级+双公开”制度不仅有利于两家评级机构之间相互制约，减少信用级别“寻租”的可能；同时，也在一定程度上扩大了现实的评级市场容量和规模。

6.提高评级业的市场地位

应采取多种方式，增进社会各界对信用评级业的了解与支持，提升信用评级业的影响力。第一，监管部门应加快对评级业的监管制度建设，加大对评级行业的扶持力度，加快制度建设，加强对投资者教育，为评级业提供良好的生存环境。第二，评级机构应努力提升评级业务流程的透明度，自觉接受社会各界的监督。第三，发挥新闻媒体的知识普及与监督作用，在目前社会公众对信用评级了解有限，甚至存在认识误区的背景下，引导新闻媒体客观和公正地传播信用评级相关信息。

8.5.4 完善城投债增信体系

中国大多数城投公司都是地方政府为了筹集资金而设立的，资产质量和盈利能力普遍较差，且缺乏现金流，信用风险较大。尽管债务往往由地方政府兜底，但中国地方政府信用缺失的问题长期存在，且目前地方政府债务风险较大，因此，为防范城投债信用风险，笔者认为中国应当制定相应的风险分散机制。从美国的经验来看，市政债券的发行者大都会通过信用增级来提高债券的信用级别。信用增级在提高市政债券信用的同时，也为投资者提供了一定的保障，在一定程度

上降低了投资风险，增加了市场对发行低息债券的接受度。信用增级的手段很多，债券保险是美国市政债券最典型的增信方式。

中国已发行的大部分城投债也都采取了增信措施，但主要为应收账款质押、土地使用权抵押和第三方担保。其中，应收账款质押实质上是地方政府隐性担保，通过该增信方式增信后，城投债信用风险依然集中于地方政府内部，难以真正起到风险分散的作用。第三方担保虽然将风险分摊给了第三者，但由于担保方往往为当地国有企业以及其他城投公司，并且还存在较多的互保现象，风险依然集中于同地区，因此，第三方担保实质上也未能实现真正的风险分散作用。唯有土地使用权抵押是比较有效的增信措施，能够对投资者利益提供一定的保障。但在中国地方政府“土地财政”的背景下，土地成为地方政府财政收入的主要来源之一，并且地方政府大量的土地使用权已经抵押给银行以获取借款，因此，大部分城投公司难以提供足额的土地使用权为债券作抵押。

结合中国城投债增信措施风险分散有效性的不足，笔者认为中国应借鉴美国经验，建立债券保险制度，通过实力强大的债券保险公司来分散城投债风险，保护投资者利益。

8.5.5 加强对城投债的监管

1.加强对发行主体的监管

对发行主体的监管可以分为事前监管和事后监管。事前监管主要集中于发行主体在企业规模、资本结构、盈利能力和信用等级等方面是否合乎发行要求。另外，应取消债券发行利率的限制。事后监管则主要通过规范发行主体的信息披露行为以及评级机构的跟踪评级来揭示发行主体运行中的风险，使投资者能较好地把握债券存续期内发行

主体的风险状况，作出合理的投资决策。同时，建议引入股票市场的回访制度，规定主承销商在债券存续期内定期对发行主体进行回访，公布回访报告，对发行主体的经营情况和募集资金的使用状况作出说明。

此外，由于目前中国城投公司众多，且质量参差不齐，因此，笔者认为为进一步规范城投债市场发展，除严格按照国务院发布的《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号），对不同性质的城投公司实行分类管理外，还应当按照不同地区和不同行政级别对城投公司进行区分，实行分类管理。

第一，应不同地区进行分类对待。虽然整体上看中国地方政府融资风险剧增，但并不是所有地方都存在同等的风险。一些发达地区的经济和财政增长能力很强，城投公司负债水平相对较低，债务风险较小；另外，还有一些地方通过基础设施建设改善了商业环境，带动了项目周边土地增值，增强了地方政府收入。

第二，应区分不同行政级别的城投公司。对于省级和市级等财务实力较强的城投公司，应鼓励其通过债券市场进行融资；而对于县级和区级等财务实力相对较弱的融资平台，由于2009年已有大量的新增贷款流入，因此，该类融资平台目前风险相对较大，应当严格限制其在债券市场上融资。

2.加强对中介机构的监管

参与城投债发行的中介机构主要有证券公司、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所和资产评估事务所等。这些中介机构的工作职责都是为了给投资者提供城投债的全面信息，提高发行主体的透明度，使投资者能够作出理性的判断。因此，政府监管部门要求这些中介机构尽职尽责，遵守国家法律法规和职业道德，加强自律意识，作

出的决定和提供的结果必须真实、准确和完整，杜绝虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。

经过在股票市场上多年的摸索，监管部门对中介机构的监管已形成了一个以自律为基础的基本完善的管理体系。但由于债券市场的一些特点，如债权人无权干涉企业日常经营，信息不对称更严重，更易受到企业过度扩张的影响等，使得债权人对中介机构的依赖程度要远大于股东，因此对中介机构的要求也要更加严格，在规定它们的执业条件和执业标准时也应有更高的要求，同时要明确惩罚措施，并严格执法。

---

1. 陈卫东，张友先，朱爱萍.构建地方政府加强基础设施建设的模式[R].全球经济金融问题研究，2010：18。
2. 留痕是指评级机构在开展评级业务时，对业务的各主要环节如合同签订、项目组成立、尽职调查、资料收集、级别评审和公布等须保留书面记录文件并作为档案保存。

第9章
中国城投债存在的问题及发展建议

【本章概要】

本章首先对中国城投债和发达国家市政债券进行对比分析。在此基础上，分析现阶段中国城投债存在的主要问题，并结合“国发〔2010〕19号文”对城投债市场、地方政府融资以及城市化进程的影响，提出中国城投债未来的发展建议。

【本章重要问题】

- 中国城投债和发达国家市政债券的对比。
- 中国城投债存在的问题。
- “国发〔2010〕19号文”对中国城投债市场、地方政府融资以及城市化进程的影响。
- 中国城投债的发展建议。

9.1 中国城投债与发达国家市政债券的对比

9.1.1 市场规模

从市场规模来看，中国的城投债虽然经过了近20年的发展历程，但是总体规模较小，和发达国家的市政债券相比，还有很大差距。比如，截至2009年年底，中国城投债券规模总量为3 824.9亿元，相比之下，同期美国市政债券总规模达到2.81万亿美元；而截至2009年6月，日本地方公债总规模已达到41.76万亿日元。从发达国家的市政债券发展历程可以看出，作为债券市场的重要组成部分的市政债券，债券市场的发展是市政债券发展的重要前提，市政债券的发展，离不开整个债券市场的发展。只有整体债券市场的发展壮大，才可能有市政债券的发展。从这点来看，中国的城投债和发达国家市政债券还有很大差距，急需不断推动企业债市场发展。

9.1.2 发行主体级别

从发行债券的级别来看，在国外发行市政债券的级别要求比较少，除法国外，都只是三级，这样有利于更明确清晰地划分各级政府间的财权和事权，简化政府间转移支付制度的设计和减少转移支付的环节，从而增加财政政策的时效性。而中国对设立城投公司的政府级别并没有明确限制，这就使得大量地级市政府甚至是县级政府都可以设立城投公司发行债券。从2009年的数据来看，在发行的108期城投公司企业债券中，有68期是由地级市政府发行的，有16期是由县级政府

发行的。随着设立城投公司的地方政府级别的不断下降，城投债风险也不断增加，因此，必须在设立城投公司的级别上加以限制，只有符合一定经济实力的地方政府，比如地区GDP或者财政收入达到一定标准，才可以设立城投公司。或者另一个可行的办法是，对地方政府进行评级。只有那些经过监管部门认可的独立评级机构评级过且达到一定级别的地方政府，才可以通过设立城投公司发行城投债融资。而那些达不到标准的地方政府和部门机构则不允许设立城投公司发行债券融资。

9.1.3 发行期限

从发行期限来看，发达国家的市政债券的期限均以中长期为主。在美国，长期债券占市政债券的比例在2009年达到86.6%，而日本通过公募形式发行的债券也都是10年期的。在这一点上，中国城投债的发行期限基本上和发达国家相似。抛开中期票据和短期融资券，从城投公司债来看，也多以中长期为主，主要是7年期和10年期的。但是相对来说，10年期以上的债券比重不到45%，而7年期以下债券占了将近20%，期限结构还有待进一步调整，尤其是10年期以上的债券比重应该进一步提高。

9.1.4 税收优惠

从发达国家来看，由于市政债券属于公债范畴，无论是在发行方面还是投资者方面，都给予税收优惠。如在美国，个人投资市政债券所获得的利息收益是免联邦所得税的，地方政府作为发行人也谈不上税收问题。在日本，利息收入享受小额储蓄免税和特别小额储蓄免税待遇（市政债券的投资者在本金350万日元以内免征利息所得税）；在

德国，大多数州政府发行的市政债券都是免缴证券交易税的。可以说，税收优惠是发达国家市政债券发展的重要推动力量。而中国的城投债属于企业债范畴，无论是作为发行机构的城投公司还是作为投资者的公众，其相关收入都需要上缴税收。城投公司作为一个独立运行的经济法人，其运用发债所得进行投资所得收益需要上缴所得税。尽管债券利息可以抵免城投公司的所得税，但是抵免后的所得收入还是需要缴纳所得税，这就使中国的城投债失去了相对其他普通企业债的一个重要优势，在一定程度上打击了城投公司的积极性。而作为投资者，投资城投债所获得的利息收入也是需要缴纳利息所得税的，和投资一般企业债券没有差异，这也使得城投债失去了税收方面对投资者的吸引力，在一定程度上制约了中国城投债的发展。

9.1.5 资金用途

从资金用途来看，中国城投债和发达国家的市政债券的资金使用方向基本一致，主要都是用于道路桥梁、公共交通和公用事业等准公共产品上，很少用于其他方面。这主要是由城投债和市政债券的属性所决定的。

9.1.6 资金偿还来源

从资金偿还来源来看，发达国家市政债券的偿还来源主要依靠税收，如果是收益债券，则可以通过投资的项目收益来偿还。中国发行的城投债，由于是以城投公司名义发行的，而城投公司作为一个经济法人，偿债来源无论是从名义上还是原则上都只能依靠企业自身的现金流。但是由于城投公司主要投资于公共产品，这就决定了这些企业单靠自身项目所产生的收益是很有限的，有时甚至为负，必须依靠地

方政府进行补贴，才能偿还债券本息。因此，城投债的发展离不开政府的财政支持。从这一点来看，城投债和发达国家的收益债券比较接近。

9.1.7 运行环境

发达国家的市政债券经过很长时间的发展，运行机制比较规范，运行环境也比较成熟。相比之下，中国资本市场发展只是在改革开放后才开始，只有30年的历史，而城投债发展时间则更短，只有不到20年的历史。这就造成中国的金融市场，特别是资本市场，整体比较落后，资本市场运行的各项配套措施比较欠缺，无法规范运行；各项法律法规制度比较匮乏，很多领域的立法甚至都是空白；金融产品种类比较单一，可供投资者选择的金融工具也比较有限，造成投资者比较单一。这些都使得资本市场整体风险比较高，进而制约了企业债以及城投债的健康快速发展。

9.2 中国城投债存在的问题

城投债的出现在一定程度上缓解了地方政府基础建设资金缺乏的难题，促进了城市基础建设。但是通过和发达国家市政债券的详细对比，可以看出中国城投债的发展才刚刚起步，其运行过程中存在很多方面的问题，需要不断引导，逐步规范发展成为符合中国国情的市政债券，为今后中国深化改革，加快城市化进程起到更大的作用。目前中国的城投债还存在以下几个方面的问题。

9.2.1 中国城投债监管存在的问题

1.地方政府信用缺失问题严重

目前，中国一些地方政府信用缺失的状况比较严重。

（1）由于地方本位主义思想的存在，一些地方政府往往过分强调本地区经济的发展速度，导致这些地方政府大量负债。

（2）在市场经济建设过程中，一些地方政府政务不公开，决策不民主，投资建设非市场化现象严重，导致城市建设资金运行效率过低，未来将很难保证有足够的项目收入用来偿还债券本息。

（3）由于缺乏有效的监督和行政行为的“软约束”，一些地方政府的信用常常因有关领导（尤其是主要领导）的人事变动而出现“断链”现象。

2.地方政府债务信息的不透明加大了对城投债的监管难度

地方融资平台的债务大部分由地方政府还本付息，实质上属于地方政府的负债。但是地方政府融资平台融资资金是纳入预算外管理，地方政府融资平台融资作为公共投资的重要资金来源游离于必要的公共监督体系之外，使得地方政府融资平台的财务信息越来越缺乏透明度。由于获取地方政府负债规模的渠道有限、地方政府性债务口径尚不统一，以及信息不对称等因素的存在，使得监管部门、中介机构以及投资者难以真实和全面地评估地方政府整体债务水平，从而加大了对城投债的监管难度。

3.投资者的风险意识薄弱

目前中国城投债市场上的投资者，尤其是个人投资者，缺乏相应的风险意识，只把购买城投债当成一种特殊的储蓄形式或国债投资形式。加之中国以往发行的城投债从未出现不兑付情况，即使是城投公司出了问题，最终政府出于社会安全的考虑也会出面解决。因此，人们自然形成了“购买城投债没风险”和“出问题，找政府”的习惯理念与做法。这显然混淆了政府信用与企业信用，并有悖于资本市场投资的原则。

4.定价机制不完善

中国债券市场从1981年国债恢复发行开始起步迄今，其参与主体、发行量、融资工具和市场规模都在不断扩大、丰富和完善，而债券市场定价机制不合理一直是困扰债券市场发展的问题，导致一级市场发行困难和二级市场交投不活跃等诸多问题。定价机制的不完善加剧了利率风险、信用风险和流动性风险，从长期来看对债券市场的发展乃至整个金融市场的稳定将产生不利影响。

9.2.2 相关法律法规的缺失

中国债券市场目前的法律法规主要以《中华人民共和国公司法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第42号）、《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第43号）和《企业债券管理条例》（国务院令〔1993〕第121号）为基础，以国家发改委、中国人民银行、证监会、保监会和银监会等部门发布的一些规章制度为补充。但是，至今还没有专门和完整的法律法规来引导和规范城投债的发展，这就造成了城投债运行很不规范。中国城投债虽然在一定意义上类似于发达国家的市政债券，但是作为中国现阶段特殊国情的产物，其在具体发行、运作、管理以及偿付等方面和发达国家的市政债券还存在很大差异，因此，不能完全照搬发达国家这方面的经验来管理中国的城投债。没有相关法律对其进行约束，也没有充分的经验可以借鉴，中国城投债的发展本身就是一种摸着石头过河的状态，存在问题也就不可避免。

9.2.3 城投公司治理结构不完善

治理结构不完善的中国城投公司突出的特点，主要表现在城投公司法定代表或管理人员大部分由地方政府官员兼任，造成了“政企不分”的混乱局面。之所以造成这种现象，主要是由于城投公司都是由地方政府相关部门通过货币资金、土地使用权、国有股权以及国有资产等方式出资设立的，为促使城投公司更好地为地方政府服务，地方政府往往委派相关政府官员到城投公司担任要职。虽然这导致了城投公司治理结构的不完善，但从另一个角度来看，也密切了城投公司与地方政府的关系，有利于获取政策支持和优势资源。

9.2.4 增信方式单一

中国现阶段城投公司在发行债券过程中的增信方式比较单一，主要以银行担保、第三方担保、抵押担保和质押担保为主，而其他诸如偿债基金和风险准备金等方式比较少甚至还是空白。发达国家的增信方式则比较丰富。例如，美国的增信方式有债券保险、抵/质押担保、第三方担保、优先/次级结构、债券信托及可交换债券等形式。德国则比较流行以全覆盖债券形式的增信方式。增信方式的单一，使得中国的城投公司在发行债券过程中存在较大的信用风险。

9.2.5 监管部门对评级结果的过度使用

保险公司是城投债的主要投资者。出于风险防范的需要，保监会在2005年8月出台了《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会〔2005〕第72号），规定：保险机构只能投资具有国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级以上长期信用级别的有担保债券，且担保人的资信不得低于发行人的信用级别。这一规定使得过去发行的很多城投债被排除在保险公司购买债券范围之外。2010年7月31日，保监会发布了《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》（保监发〔2010〕66号），规定保险公司可以投资具有国内信用评级机构评定的A级或者相当于A级以上的长期信用级别的有担保企业（公司）类债券，以及中国境内发行的具有国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级以上的长期信用级别的无担保企业（公司）类债券。《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》（保监发〔2010〕66号）的发布扩大了城投债的市场需求，有利于城投债市场的发展。

在债券流通方面，中国证券登记结算有限责任公司在2008年10月发布的《关于完善债券结算业务安排有关事项的通知》(注)规定：公司债券、企业债券和分离交易的可转换公司债券，可办理质押式回购，但前提条件是必须达到以下条件之一：债券发行人必须是中央政府直属机构或国有独资中央直属企业；债券必须由中国工商银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国农业银行股份有限公司、中国交通银行股份有限公司、国家开发银行提供全额无条件不可撤销连带责任担保或者提供足额资产抵押担保；主体评级和债券评级为AA（含）级以上；证监会认可的其他债券。该规定的出台对债券办理质押式回购设定了一个较高的门槛，在一定程度上影响了债券的流通。

在债券上市方面，深圳证券交易所2009年11月2日发布的《深圳证券交易所公司债券上市规则》中的第二章“债券上市和交易条件”规定：“2.1发行人申请其发行的债券在本所上市，债券须经资信评级机构评级，且债券的信用级别良好”，“2.3发行人申请其发行的债券在本所上市，且同时通过本所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易的，除应符合2.1条规定的条件以外，还应当符合以下条件：债券须经资信评级机构评级，且债券信用评级达到AA级及以上……”上海证券交易所2009年11月2日发布的《上海证券交易所公司债券上市规则》规定：“发行人申请其发行的债券在本所上市，债券须经资信评级机构评级，且债券的信用级别良好。”“对于符合所列上市条件的债券，本所根据其资信等级和其他指标对其上市交易实行分类管理，如不能达到债项评级不低于AA级的条件，只能通过本所固定收益证券综合电子平台进行上市交易。”

虽然保监会放宽了对城投债信用级别的限制，但由于在流通和上市方面，级别限制门槛依然较高，在一定程度上制约了城投债市场的发展。

9.2.6 税收制度不合理

虽然城投债在某种程度上具有市政债券的性质，但是无论审批、发行还是偿还，都是按照企业债券来管理，因此不享受免税政策，这就在一定程度上削弱了城投债的竞争力。现阶段，由于中国的金融市场不完善，金融工具比较少，投资者可以选择的投资产品也比较少，这种影响还不太明显。但是随着中国金融市场的完善，金融产品的丰富，投资者拥有越来越多的投资选择时，城投债必定会受到很大影响。

9.2.7 信息披露缺乏透明度

城投公司的信息透明度低于一般企业，部分城投公司财务报表披露不及时，审计报告中缺少报表附注和对重大事项的说明。为了达到发债标准和扩大发债规模，许多城投公司存在包装和美化财务报表的问题，最为典型的是短期内注入大量土地资产，随意虚增评估价值，从而使某些城投公司土地资产已经占其净资产的1/2乃至2/3以上。

9.2.8 债券结构失调

虽然《企业债券管理条例》（国务院令〔1993〕第121号）对发行债券的企业没有具体要求，但是由于企业发债需要经过审批，国家发改委为了防范债券风险，对企业发行债券控制比较严格，只有符合一定条件的企业才能发行债券，这使得中国的企业债券市场结构严重失调。从2002～2009年中国企业债存量数据来看，中央企业和地方城投公司发债数量平均占到84.3%，其中2003年高达96.3%。如果单单考虑

地方企业债券，结构失调尤为严重。剔除中央企业债券后，城投债占地方企业发行债券总量的比例将近60%。从发展趋势来看，2002～2007年，除了2003年之外，城投债占地方债券的比例一直保持在40%左右。而2007年以后，城投债占地方债券比例迅速上升，2009年则超过了2/3。

表9-1 2002～2009年企业债结构比例（单位：亿元）

年份	城投公司		中央企业		其他地方企业		总量	扣除央企后城投债所占比例
	金额	比例	金额	比例	金额	比例		
2002	30	9.52%	245	77.80%	40	12.70%	315	42.86%
2003	83	18.86%	341	77.50%	16	3.64%	440	83.84%
2004	34	9.67%	244.6	69.60%	73	20.76%	351.6	31.78%
2005	109	16.17%	420	62.30%	145	21.51%	674	42.91%
2006	162	15.07%	677	63.00%	236	21.95%	1 075	40.70%
2007	232.5	13.60%	1 184	69.30%	292.85	17.13%	1 709.35	44.26%
2008	363	15.24%	1 766	74.10%	252.9	10.62%	2 381.9	58.94%
2009	1 530	36.00%	2 015.88	47.40%	704.45	16.57%	4 250.33	68.47%
平均值	317.94	22.72%	861.69	61.60%	220.03	15.72%	1 399.65	59.10%

此外，从债券期限来看，中国的城投债期限结构也不太合理，较为单一。中国城投债期限主要集中于7年和10年，10年期以上的债券比重较小，7年期以下的债券也占到总数的20%。然而城投债由于其特定用途，投资项目的期限多数较长，短期内很难产生经济效应，这就使得债券短期内无法通过项目收益来偿还本息，造成了短期内偿债压力较大。

总之，债券比例的严重失调，会严重影响地方经济的发展，进而影响地方政府的财政收入和城投债的健康发展。此外，地方政府借用企业债券形式发行的城投债，不仅会对生产性企业产生“挤出效应”，阻碍企业债券的发展，而且这种企业债券一般期限较短，难以达到市政债券长期融资的效果。

9.2.9 地方政府注入资产价值高估问题

为了能够达到发行债券的相关要求，个别地方政府对城投公司注入资产时，往往虚增其评估价值。城投公司毕竟不同于一般以盈利为目的的生产或流通企业，有些城投公司的资产可能甚至完全不能给企业带来经济效益，已经不符合资产定义，不能形成对债权人权益的保障，但该类资产社会效益却很显著。有些城投公司的资产虽然能带来经济效益，但并不以盈利为主要目的，例如供水、供热和污水处理等市政公用事业资产，虽然有现金流，但盈利性很弱（而且这仅有的少量盈利可能也是财政补贴的结果），总资产收益率可能远低于债券发行利率，也不能构成对债权人权益的有效保障。真正对城投公司债权人权益形成保障的是政府的可支配财力、政府对城投公司的支持力度，以及抵质押资产市场价值和流动性对债券本息的保障程度。

9.2.10 关联公司互保可能导致潜在的信用风险

为降低发行成本和增加可投资者群体，有些城投债的发行采取担保的方式。由于监管机构已明令禁止银行为企业债发行担保，近年来城投类企业债的担保方式改为主要采用第三方提供不可撤销连带责任担保，以及发行人以自有资产作为抵押或者质押进行的担保。就第三方担保而言，目前城投债的发债主体和担保第三方的关系中，存在着发行人与担保方互保的现象，如08渝交通债和09渝水投债互保、08甬交投债和09甬城投债互保等。

互保可能引起的系统性风险受到了社会的广泛关注。在当前的债券市场环境下，债券发行人寻求担保时，往往首先寻求与公司往来较为密切，或同样有发债需求，且资质相近的公司提供担保，担保方和被担保方往往在同一区域或同一行业内，或受同一控制人控制，他们

所承担的风险相近，互保风险分散的效果不明显，但却形成了复杂的连环担保的债权债务关系，一旦其中一个环节出现问题，可能导致链条中所有的经济实体受到牵连，如大规模推广可能造成整个经济体系的系统风险。因此，城投公司发债应避免采取互保的方式，尽可能采取以专业的担保机构为主的市场化信用增级方式。目前互保方式已被禁止使用。

---

1. 未找到具体文号，下同。

9.3 “国发〔2010〕19号文”的影响

9.3.1 对城投债市场的影响

为有效防范财政金融风险，加强对地方政府融资平台公司的管理，国务院于2010年6月10日下发了“国发〔2010〕19号文”，要求地方各级政府对融资平台公司债务进行一次全面清理。为落实“国发〔2010〕19号文”，国家发改委曾暂停了对城投债的审批，而且那些已获批复但未在6月10日前公告发行的城投债，也被要求重新审核，城投债的发行曾一度进入停滞阶段。整体来看，“国发〔2010〕19号文”对城投债市场的影响主要体现在以下3个方面：

1.对发行主体的限制

为应对金融危机，2008年年底政府出台了4万亿投资计划，鼓励地方政府加快基础设施建设。同时，国家发改委放松了对城投债的审批，各地方政府为筹集基础设施建设资金，纷纷设立城投公司，通过债券市场进行融资。起初通过债券市场融资的是一些质量较好和主营业务能力较强的城投公司，后来随着城投债审批的加快，大量临时搭建的城投公司也加入发债行列，而这类城投公司大部分都没有或者很少有主营业务收入，利润主要来源于财政补贴，债务偿还则主要依靠财政资金。

“国发〔2010〕19号文”将城投公司分为三类：第一类是只承担公益性项目[注]融资任务且主要依靠财政性资金偿还债务[注]的城投公司；第二类是承担公益性项目融资任务，同时还承担公益性项目建设和运

营任务的城投公司；第三类是承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务并主要依靠自身收益偿还债务[注]的，以及承担非公益性项目融资任务的城投公司。对于第一类城投公司，“国发〔2010〕19号文”严格规定今后不得再承担融资任务；对于第二类城投公司，也规定在落实偿债责任和措施后剥离融资业务，不再保留融资平台职能。由此可见，“国发〔2010〕19号文”的出台将大部分临时搭建的、主营业务薄弱的城投公司排除在发债门槛之外，对城投债发行主体进行了限制。但同时也需看到，“国发〔2010〕19号文”的出台有利于规范城投债市场，促进其健康发展。

2.对城投债评级的影响

“国发〔2010〕19号文”对城投债评级的影响主要体现在对增信方式的限制上。2007年10月12日银监会下文禁止银行对债券进行担保之后，第三方担保、BT应收账款质押、土地抵押、政府偿债基金和政府承诺等多种增信方式应运而生，为城投债市场的发展提供了强大动力。然而，根据“国发〔2010〕19号文”的相关规定，BT应收账款质押、一级土地抵押、地方融资平台担保、政府专项偿债基金和政府承诺等方式将不能用于为城投债增信。这就使得大量城投公司由于无法找到合适的增信方式而难以成功发行债券，或者导致发行利率过高等问题。

在多种被禁用的增信方式中，禁止BT应收账款质押的影响最大。截至2009年12月31日，我国一共有35期城投债采用了BT应收账款质押的增信方式，占城投债发行总数量的比例接近20%。此外，正在等待审批的城投债中，也有很大一部分采取了BT应收账款质押的增信方式。由此可知，BT应收账款质押增信方式的禁用将对城投债市场的发展带来较大冲击。

3.对城投公司资产注入的限制

我国城投公司普遍存在经营性资产不足和无形资产比重过大的问题。由于《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第42号）第十六条规定企业累计债券余额不超过其净资产的40%，因此，很多地方政府为了让城投公司能够多筹集资金，将大量的市政道路、桥梁和公园等公益性资产注入城投公司。这虽然在很大程度上增强了城投公司的融资能力，但由于这类资产往往难以产生收入和经营性现金流，且资产变现能力较差，难以对债务形成较好的保障，城投公司偿债资金仍主要来源于地方财政。

对此，“国发〔2010〕19号文”明确规定：今后地方政府设立融资平台需要注入足额的资本金，学校、医院和公园等公益性资产[注]不得作为资本金注入城投公司。由于公益性资产无法注入城投公司，城投公司资产规模将受到较大的限制，从而影响其在资本市场的融资能力。

9.3.2 对其他方面的影响

“国发〔2010〕19号文”的出台有利于规范地方融资平台的运作，降低地方融资平台债务，降低地方财政风险，对地方政府债务管理有着积极的作用。

第一，有利于解决地方融资平台无度举债的问题。一方面，不允许地方政府将公益性资产作为资本金注入城投公司，城投公司资产规模将受到较大的限制，融资能力将下降；另一方面，不允许地方财政担保融资，也将降低城投公司的融资能力。

第二，根据“国发〔2010〕19号文”的要求，按照《中华人民共和国公司法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第42号）等有关规定，充实公司资本金，完善治理结构，实现商业运作，有利于深化投融资

体制改革，培植政府投资主体，完善公司治理结构，真正建立“政府引导、社会参与、市场运作”的社会投资增长机制，运用多种融资手段，实现投资主体多元化、资金来源多渠道、投资方式多样化、项目建设市场化的新型投融资体制。

第三，高风险的地方融资平台贷款将进行重组并提高贷款质量。根据国务院的指导意见，地方政府和银行将在2010年下半年密切合作：（1）分类和确认公益性项目和商业性项目；（2）每笔贷款与一个地方政府融资平台项目相匹配；（3）各银行可能与地方政府协商通过抵押品或资产注入来提高地方政府融资平台贷款质量；（4）在与地方政府协商以及银监会进行现场检查确认了贷款分类和拨备之后，预计各银行将在第四季度完成贷款分类和拨备工作。

“国发〔2010〕19号文”虽然有利于规范地方融资平台的运作，控制地方政府债务的无度扩张，但同时也带来了一些负面影响，主要体现在：

首先，由于“国发〔2010〕19号文”的调控力度过大，地方融资平台将出现资金“断流”，继而波及在建工程的后续投资。自2008年下半年起，在投资刺激政策的推动下，大量新项目已经启动，如果现在撤出对地方融资平台的支持，将产生一批“烂尾工程”，并引发不良贷款的激增。

其次，将阻碍中国的城市化进程，进而对中国经济甚至全球经济产生影响。目前中国城市化正处于高速发展阶段，然而，这也意味着地方政府必须为更多、更高的公共服务提供资金支持。在现阶段不允许地方政府直接发行债券的情况下，“国发〔2010〕19号文”的出台将切断地方政府融资平台资金来源，大大降低地方政府的融资能力，从长远来看，将减缓中国城市化进程的步伐。

纵观改革开放30多年来，中国的经济增长以及国民财富水平的迅速提升都与方兴未艾的城市化浪潮息息相关。在应对百年一遇的金融危机中，中国的经济率先复苏，从增长动力上分析，其中一个十分重要的动力来源就是快速推进的城市化。展望未来10～20年，中国的城市化会继续进行，并且在应对国际金融危机的背景下还可能加速。此外，城市化的推进还可能成为未来中国经济增长与经济转型的重要切入点之一。从发展趋势来看，无论是未来中国的经济增长，还是经济结构的调整，城市化都将是重要的主题之一。一个13亿人口大国的城市化问题不但直接决定未来中国经济长期增长的动力和经济结构的转型，也有可能对全球经济产生影响。

笔者认为，“政府举债”只要合理控制债务规模，投资者对此认可，就不会有太大的问题。从近几年城投债的发行来看，投资者尤其是机构投资者对城投债的热情非常高，城投债刚发行就被认购一空，经常出现争抢的现象，而在一级半市场(注)上需求也很旺盛，溢价往往能达到30~40个基点。从中国城投债与普通企业债流动性的比较来看，城投债的流动性整体上要明显好于普通企业债，也说明相比普通企业债，城投债更能够获得投资者的认可。

表9-2 中国城投债与普通企业债流动性(注)比较

期　限	城投债	普通企业债
5 年期	1 445. 77	797. 31
6 年期	4 848. 99	1 593. 29
7 年期	1 057. 54	1 241. 99
8 年期	1 120. 71	352. 00
10 年期	1 041. 32	952. 96
综合	1 649. 44	1 045. 82

中国的城投债，甚或地方政府债务应该不同于欧洲主权债务危机。欧洲主权债务危机爆发的根源包括：由于在核心竞争力下降的背景下要维持过于优厚的社会福利制度，导致“欧猪五国”(注)形成了长

期、结构性的财政赤字与政府债务[注]；“欧猪五国”处于欧元区“中心——外围构架”的外围，不但不能决定欧元区的货币政策与汇率政策，而且丧失了用于维护宏观经济稳定的各项政策工具；欧洲各国从本国利益出发的博弈延迟了救援方案的出台时间，错过了控制危机扩大的最佳时机。从上述三个根源来看，中国地方政府均不存在此类危险因素。尤其是目前我国中央政府及地方政府的总债务规模没有超过GDP的50%，整体风险不大。因此我们不要总是别人得病，我们吃药。是药三分毒，吃药须谨慎。

表9-3 欧洲各国财政赤字占GDP的比重（单位：%）

国家＼年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
欧元区 16 国	-1.4	0	-1.9	-2.6	-3.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.6	-2	-6.3
德国	-1.5	1.3	-2.8	-3.7	-4	-3.8	-3.3	-1.6	0.2	0	-3.3
法国	-1.8	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5
爱尔兰	2.7	4.8	0.9	-0.3	0.4	1.4	1.6	3	0.1	-7.3	-14.3
希腊	-3.3	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-3.6	-5.1	-7.7	-13.6
西班牙	-1.4	-1	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	1	2	1.9	-4.1	-11.2
意大利	-1.7	-0.8	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.3	-3.3	-1.5	-2.7	-5.3
葡萄牙	-2.8	-2.9	-4.3	-2.8	-2.9	-3.4	-6.1	-3.9	-2.6	-2.8	-9.4
英国	0.9	3.6	0.5	-2.1	-3.4	-3.4	-3.4	-2.7	-2.8	-4.9	-11.5

资料来源：Eurostat

表9-4 欧洲各国政府债务占GDP的比重（单位：%）

国家＼年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
欧元区 16 国	71.7	69.2	68.2	68	69.1	69.5	70.1	68.3	66	69.4	78.7
德国	60.9	59.7	58.8	60.4	63.9	65.8	68	67.6	65	66	73.2
法国	58.9	57.3	56.9	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	63.8	67.5	77.6
爱尔兰	48.5	37.8	35.6	32.2	31	29.7	27.4	24.9	25	43.9	64
希腊	94	103.4	103.7	101.7	97.4	98.6	100	97.8	95.7	99.2	115.1
西班牙	62.3	59.3	55.5	52.5	48.7	46.2	43	39.6	36.2	39.7	53.2
意大利	113.7	109.2	108.8	105.7	104.4	103.8	105.8	106.5	103.5	106.1	115.8
葡萄牙	51.4	50.5	52.9	55.6	56.9	58.3	63.6	64.7	63.6	66.3	76.8
英国	43.7	41	37.7	37.5	39	40.9	42.5	43.5	44.7	52	68.1

资料来源：Eurostat

1. 根据财政部、国家发改委、人民银行和银监会出台的《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预〔2010〕412号），“公益性项目”是指为社会公共利益服务、不以营利为目的，且不能或不宜通过市场化方式运作的政府投资项目，如市政道路、公共交通等基础设施项目，以及公共卫生、基础科研、义务教育和保障性安居工程等基本建设项目。

2. 根据财政部、国家发改委、人民银行和银监会出台的《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预〔2010〕412号），“主要依靠财政性资金偿还债务”是指偿债资金70%以上（含70%）来源于一般预算资金、政府性基金预算收入、国有资本经营预算收入、预算外收入等财政性资金，暂不包括已注入融资平台公司的土地使用权出让收入、因承担政府公益性项目建设获得的土地使用权出让收入返还、车辆通行费等专项收费收入。

3. 根据财政部、国家发改委、人民银行和银监会出台的《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预〔2010〕412号），“承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务并主要依靠自身收益偿还债务”是指融资平台公司因承担公益性项目融资任务举债，且偿债资金70%以上（含70%）来源于公司自身收益。融资平台公司自身收益除项目本身经营性收益外，还包括已注入融资平台公司的土地的出让金收入和车辆通行费等其他经营性收入。

4. 根据财政部、国家发改委、人民银行和银监会出台的《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预〔2010〕412号），“公益性资产”是指为社会公共利益服务，且依据有关法律法规规定不能或不宜变现的资产，如学校、医院、公园、广场、党政机关及经费补助事业单位办公楼等，以及市政道路、水利设施、非收费管网设施等不能带来经营性收入的基础设施等。

5. 发行市场叫一级市场，流通市场叫二级市场，一级半市场就是介于发行和流通的中间环节。

6. 流动性计算公式为：（区间成交额/债券规模）/[区间最高价-区间最低价]。

7. 分别是葡萄牙（Portugal）、意大利（Italy）、爱尔兰（Ireland）、希腊（Greece）和西班牙（Spain）。

8. 在1999～2009年这11年内，希腊每年的财政赤字与GDP之比均超过3%，意大利与葡萄牙也分别有6年和5年超过3%；从2000年起，希腊和意大利的政府债务与GDP之比就分别超过了100%。

9.4 中国城投债的发展建议

9.4.1 作为一个独特的债券品种

9.4.1 .1为什么要作为一个独特的债券品种

城投公司在经营模式、经营领域、盈利能力、募集资金用途以及偿债资金来源等方面都与普通企业有着较大的区别:

1.经营模式不同

城投公司不完全以营利为目的的经营模式与普通企业有着很大的区别，这也是导致城投公司业务普遍较差的原因之一。正因为如此，笔者认为应当在政策上给予城投债倾斜，降低发债标准，不应以企业债的标准来审批城投债。

2.经营领域不同

城投公司所经营的领域基本上都是公共产品或者准公共产品，与普通企业所涉及的竞争性领域有着很大的差别。

3.盈利能力有较大差异

城投公司盈利能力普遍较差，尤其是2009年以来发行债券的城投公司，有些甚至没有主营业务收入，其利润主要来源于财政补贴。

4.募集资金用途不同

普通企业所募集的资金一般都是投向与自身业务关联性较大的项目，且项目往往都有可预期的收益。城投公司则不同，其募集资金主要用于地方基础设施建设，并且主要由地方政府调度，城投公司没有支配权。

5.偿债资金来源不同

普通企业债券偿债资金主要来自项目收益或者公司利润，但部分城投债的偿还则主要依赖地方财政。

考虑到城投公司在众多方面与普通企业不同，笔者认为中国城投债实质上更类似于市政债券，因此，应当将其作为一个独特的债券品种加以发展。若将城投债按普通企业债的标准和模式来管理，将不利于城投债的长远发展。

9.4.1 .2如何作为一个独特的债券品种

1.通过立法放宽发债条件

城投公司从事公共产品或准公共产品建设的职能使得其盈利能力难以与普通企业相比，因此，若以普通企业债券的发行标准来要求城投公司，将在很大程度上限制城投债市场的发展。笔者建议出台《城投债暂行管理条例》或者由审批部门直接放松审批条件，从以下几个方面降低城投债发行标准：首先，取消“最近3年可分配利润（净利润）足以支付企业债券一年的利息”的规定。其次，放松对发债额度的限制，建议通过立法取消城投公司“累计债券余额不超过企业净资产(不包括少数股东权益)的40%”的限制。再次，取消“债券发行利率不得高于同期商业银行相同期限居民储蓄定期存款利率的40%”的规定，这一规定不利于城投债的合理定价和发行流通。从实践情况来看，为绕开政策的限制，部分城投债都被迫延长存续期限或加入含权设置，这种现象表现出了对利率市场化的强烈要求。最后，建议相关监管机构

放松对城投债信用等级的限制，在城投债上市方面，允许城投债不必适应上海证券交易所和深圳证券交易所的分类管理条件；回购方面，允许主体评级和债券评级在A（含）级以上即可。

2.监管部门

多年来，中国城投债在国家发改委的监管下，得到了迅猛的发展，为地方基础设施建设作出了重要贡献。在2008年1月2日之前，中国城投债都是采取“先核定规模，后核准发行”的程序操作，操作流程的复杂在一定程度上制约了城投债市场的发展。2008年1月2日，国家发改委发布了《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》（发改财金〔2008〕7号），将原来的“先核定规模，后核准发行”两个环节，简化为“直接核准发行”一个环节，大大简化了城投债的审批流程，提高了审批效率。从市场发行情况来看，2006年以来中国城投债开始进入快速发展阶段，发行规模和发行期数都大幅提升，尤其是2009年和2010年上半年，发行规模分别达到1 532亿元和635亿元。

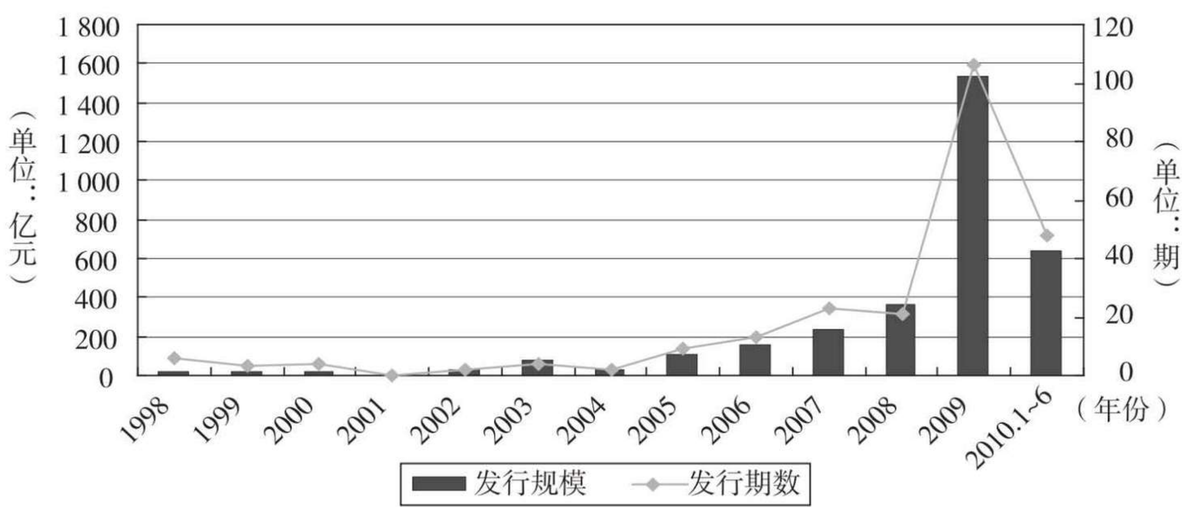


图9-1 1998年至2010年6月30日中国城投债发行情况

在监管部门方面，鉴于国家发改委过去多年为城投债市场发展作出的重大贡献，以及其作为国家宏观经济主管部门的角色将长期存

在，城投债的核准、发行和监管建议由国家发改委主要负责。对于经营收入主要来自政府项目回购或政府补贴的，且占收入比重超过70%的城投公司发行债券（称为“责任债券”），建议考虑增报财政部会签关于本级政府债务余额和综合财力的相关信息；如果是项目收益债券（偿债资金来源于相关项目的收益，项目是否盈利以及盈利水平决定了投资者在债券到期时能否取得足额的本金和利息），就无须增报财政部会签。

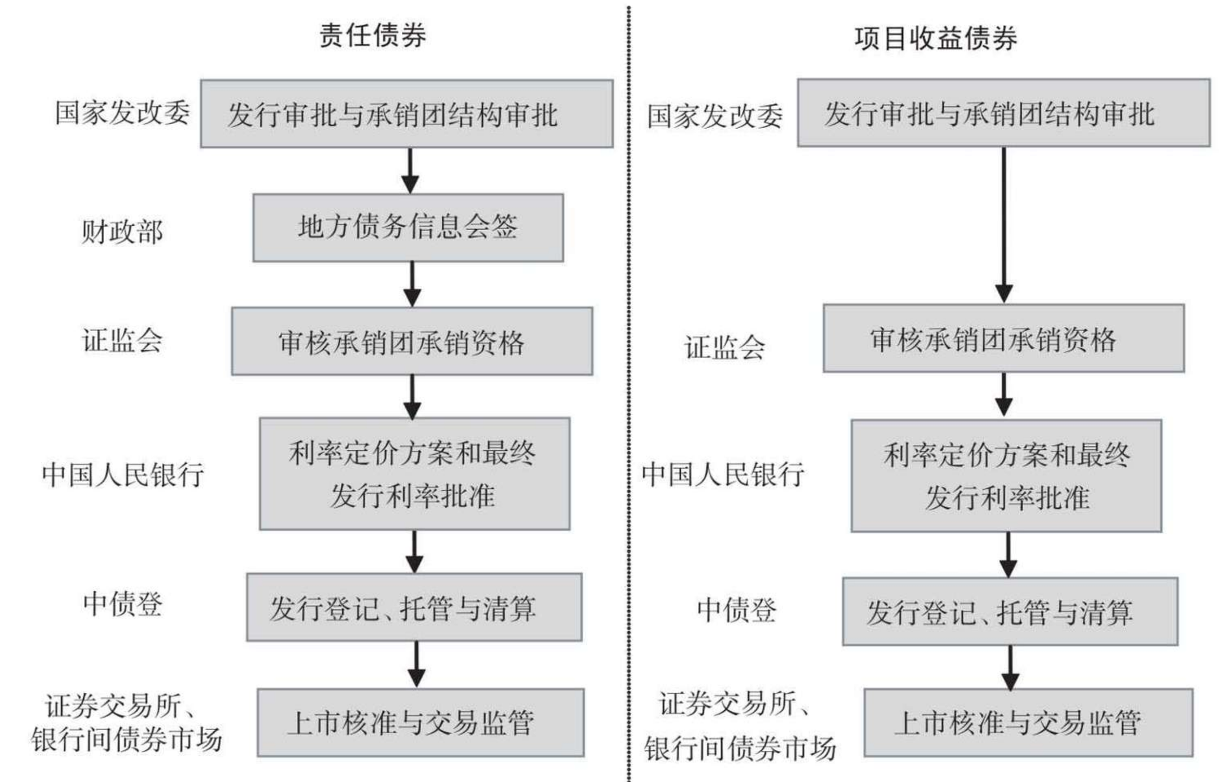


图9-2 各监管机构职能分工

3.发行申报

除满足普通企业债券申报材料之外，还须向债券发行核准机构提供本级政府债务情况，包括债务余额、综合财力以及债务风险指标。债务风险指标建议采用国际上较为通用的债务率（年末政府债务余额/当年财政收入）。

4.核准条件与流程

在普通企业债券核准条件的基础上加一个额外条件：地方政府债务率不超过100%，对于债务率超过100%的原则上不允许再发债。在核准流程上，如果是经营收入主要来自政府项目回购或政府补贴的，且占企业收入比重超过70%的城投公司发行债券，国家发改委核准后，还须报财政部会签；若是项目收益债券，则直接由国家发改委核准即可。

9.4.2 加快城投债市场发展，并逐步规范发展成为适合中国国情的市政债券

在日本，地方公营企业主要以发债为主，发债所筹集资金占其资金来源的98.5%。而在中国，受债券市场发展滞后影响，长期以来，企业融资主要呈现以间接融资为主，直接融资为辅的格局，债券融资占比严重偏低（见图9-3）。受此影响，早期中国城投公司普遍采用贷款融资的间接融资方式筹集资金。近年来，受益于债券市场的快速发展以及有关部门的大力推动，城投公司纷纷通过债券市场融资。截至2009年年底，中国一共发行了196期城投公司企业债券，13期城投公司中期票据，48期城投公司短期融资券，发行总规模达到3 824.9亿元。但同时也要注意到，城投公司债券融资规模仅占银行借款规模的5%左右。

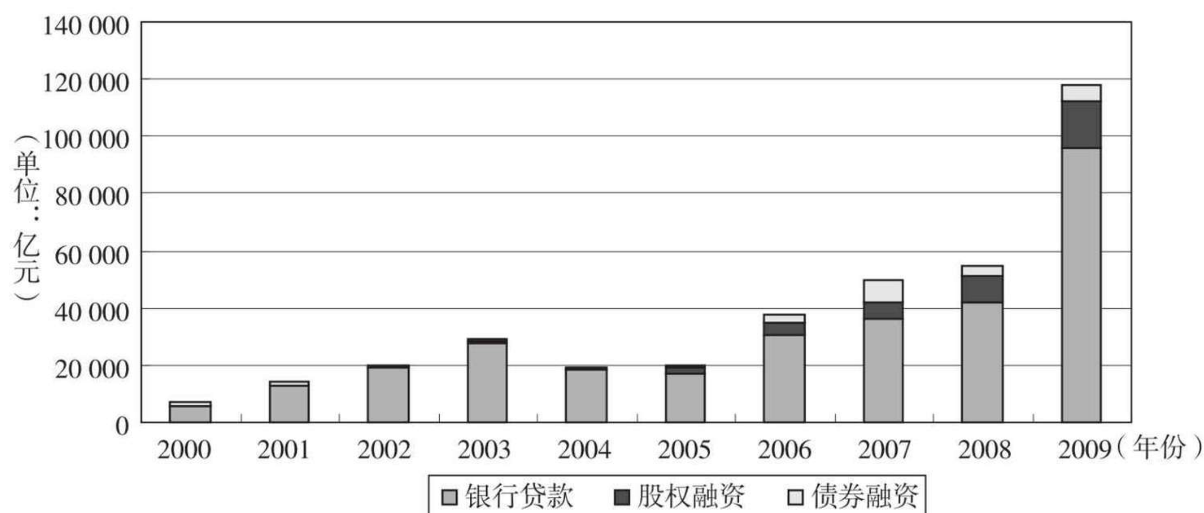


图9-3 2000～2009年中国企业贷款融资、股权融资和债券融资规模

资料来源：Wind资讯

直接融资比重的严重偏低使得银行在地方基础设施建设融资中承担了过多的功能，致使银行信贷规模大大超过了合适的比重，也使得地方政府债务风险很大程度上集中在银行系统。为降低银行系统风险，笔者认为现阶段中国应当快速推进城投债市场的发展，迅速扩大城投债规模。此外，相对于银行贷款，城投债还具有以下优势：首先，城投债期限一般是根据基础设施建设项目周期的长短来设计的，因此，能够与项目周期较好地匹配。而由于银行更倾向于提供短期借款，往往导致项目建设周期和负债期限严重错配，不利于项目的后续建设。其次，发行城投债有利于降低发行人融资成本，从图9-4可以看到，3年期和5年期城投债平均利率均明显低于银行贷款基准利率，虽然5年期以上城投债平均利率略高于银行贷款基准利率，但从实际情况来看，城投公司从银行取得贷款的利率一般都要高出银行贷款基准利率的10%～30%。总体来看，城投公司发行城投债的利率水平要明显低于银行贷款利率。

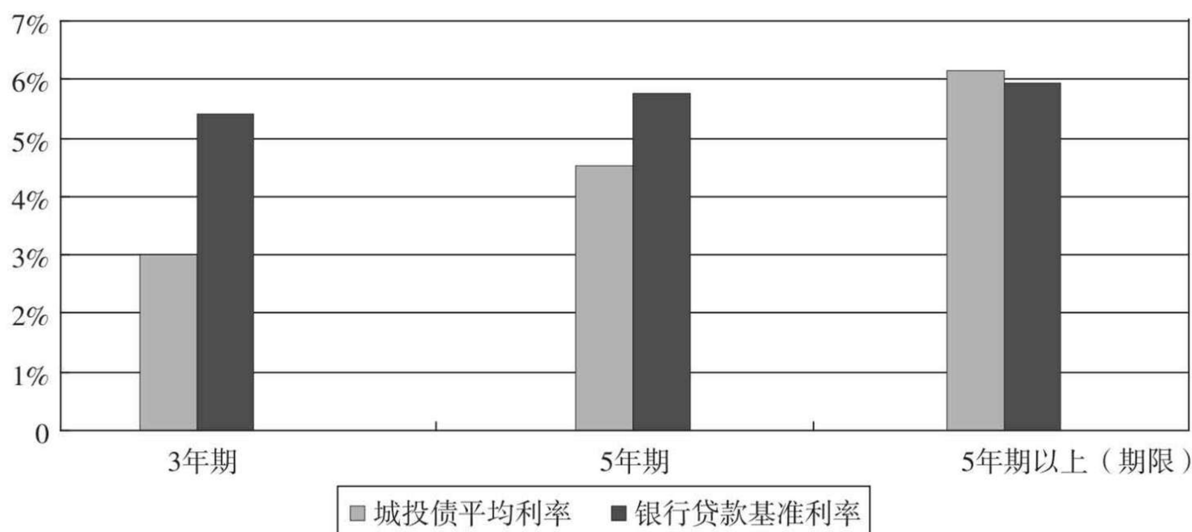


图9-4 2009年至2010年6月30日中国城投债平均利率与银行贷款利率比较

目前中国地方政府债务风险较大，为防范地方政府债务危机的发生，国务院出台了《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号），要求对地方融资平台进行全面清理规范。但笔者认为，地方政府债务风险主要集中在银行借款上，而城投债风险相对较小，因为通过市场化的手段筹集资金反而有利于降低地方政府债务风险。首先，在全国约3 800家城投公司中，能够在债券市场进行融资的城投公司，无论资产规模还是偿债能力一般都较强；其次，城投公司通过债券市场进行融资，需要披露更为详细的业务信息、财务信息和财政信息，在投资者的监督下，这些信息的真实性较高。

综上所述，笔者认为现阶段中国应快速推进城投债市场发展，并逐步将城投债规范发展成为符合中国国情的市政债券，鼓励有实力的城投公司通过债券市场融资，这样不仅可以降低银行系统风险，而且可以使项目建设周期和负债期限实现匹配。地方政府在对融资平台进行清理规范的同时，亦应当重点扶持部分实力较强的融资平台。

从市场情况来看，2010年7月14日，“10饶城投债”[注]开始发行，标志着城投债发行重新启动。随后，“10马建投债”[注]和“10芜湖建投

债”注也相继发行。国家发改委重新放行城投债，说明城投债在未来仍将继续推进，但由于“国发〔2010〕19号文”的出台，城投债发行主体以及增信方式将受到限制。

发行主体方面，主要收益来源依靠财政补贴的、只承担公益性项目融资任务并且主要依靠财政性资金偿还债务的城投公司，将不能再发行城投债。今后欲发行债券的城投公司，必须能够依靠自身取得经营性收益，以自身盈利能力保障偿还债务。第三类城投公司可以满足该要求，因此是未来城投债的主要发行主体。第二类城投公司中也有部分可以达到该要求。根据财政部、国家发改委、人民银行和银监会出台的《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（财预〔2010〕412号），融资平台公司自身收益除项目本身经营性收益外，还包括已注入融资平台公司的土地的出让金收入和车辆通行费等其他经营性收入。此外，BT应收账款虽然不能用于质押，但政府支付的回购款可以看做是其依靠自身业务取得的经营性收益，可以作为偿债来源。因此，对于第二类暂时难以达到发债要求的城投公司仍有变通的余地注。目前相关部门已拟订未来城投债的发行方案，规定经营收入主要来自政府项目回购或政府补贴的，且占企业收入比重超过70%的城投公司发行企业债券，除必须满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息（政府债务余额和综合财力的统计口径见表9-5）。总体来看，“国发〔2010〕19号文”对发债主体的限制主要针对第一类城投公司。

表9-5 地方政府债务余额及综合财力统计

地方债务（截至 XXXX 年 X 季度）	金　额	地方财力（XXXX 年度）	金　额
（一）直接债务余额		（一）地方一般预算本级收入	
1. 外国政府贷款		1. 税收收入	
2. 国际金融组织贷款		2. 非税收入	
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	
（2）亚洲开发银行贷款		1. 一般性转移支付收入	
（3）国际农业发展基金会贷款		2. 专项转移支付收入	
（4）其他国际金融组织贷款		3. 税收返还收入	
3. 国债转贷基金		（三）国有土地使用权出让收入	
4. 农业综合开发借款		1. 国有土地使用权出让金	
5. 解决地方金融风险专项借款		2. 国有土地收益基金	
6. 国内金融结构借款		3. 农业土地开发资金	
（1）政府直接借款		4. 新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台公司借款		（四）预算外财政专户收入	
7. 债券融资			
（1）中央代发地方政府债券			
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资			
8. 粮食企业亏损挂账			
9. 向单位、个人借款			
10. 拖欠工资和工程款			
11. 其他			

地方债务（截至XXXX年X季度）	金　额	地方财力（XXXX年度）	金　额
（二）担保债务余额			
1. 政府担保的外国政府贷款			
2. 政府担保的国际金融组织贷款			
（1）世界银行贷款			
（2）亚洲开发银行贷款			
（3）国际农业发展基金会贷款			
（4）其他国际金融组织贷款			
3. 政府担保的国内金融机构借款			
4. 政府担保的融资平台债券融资			
5. 政府担保向单位、个人借款			
6. 其他			
地方政府债务余额＝（一）＋（二）×50%		地方综合财力＝（一）＋（二）＋（三）＋（四）	
债务率＝（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		%	

增信方式方面，“国发〔2010〕19号文”要求严格执行《中华人民共和国担保法》（中华人民共和国主席令〔1995〕第50号）等有关法律法规规定，除法律和国务院另有规定外，地方各级政府及其所属部门、机构和主要依靠财政拨款的经费补助事业单位，均不得以财政性收入、行政事业等单位的国有资产，或其他任何直接、间接形式，为融资平台公司融资行为提供担保。根据该规定，BT应收账款质押[注]、政府专项偿债基金以及政府承诺等增信方式都被禁用。此外，还规定经营收入70%以上来自当地政府的投融资平台公司不得对其他企业发债提供担保，用于抵/质押担保的资产必须是可依法合规变现的非公益性有效资产。总体来看，寻找合适的增信方式成为今后城投债顺利发行的关键问题之一。从近期情况来看，城投公司也开始发行无担保债，2010年6月1日发行的“10苏交通债”[注]便是一个典型的例子。未来

城投债增信方式应倾向于第三方担保，如担保公司担保、信用增级机构增级或企业担保。

目前相关部门正在积极推动城投债市场的进一步发展，对于发债资金用于节能减排、环境保护、生态治理、保障性住房建设、城市轨道交通建设、新疆和藏区发展和建设、重大自然灾害灾区重建项目建设等领域，可在同等条件下优先获得核准。此外，还将强化对募集资金用途的监管，规定发行人不得擅自改变募集资金用途、发行人应当在银行建立“偿债资金专户”，加强信息披露。随着发债条件的明朗，预计未来城投债市场仍将得到较快的发展。同时笔者认为，为防范风险，在大力发展城投债市场的同时，还需做到以下几点：第一，禁止地方政府提供直接和间接担保；第二，城投公司资产要做实，无效资产不能注入城投公司；第三，项目应有经营性收入，政府BT项目可以视作经营性收入；第四，为防范城投债风险，对于债务率超过100%的地区，应禁止发行城投债。

9.4.3 重点发展项目收益债券

笔者认为，在目前地方政府债务负担较重的情况下，为支持国民经济的发展、推动投资，应将项目收益债券作为未来城投债发展的重要方向。

项目收益债券是指为满足特定项目建设需要，根据项目自身建设周期及项目未来收益特点，由项目公司或项目管理机构提请的，用投资项目自身收益（包含地方政府对项目的财政补贴）进行还本付息的债券。项目收益债券一般具有以下特点：

第一，与特定项目相联系。项目收益债券最核心之处在于投资建设的项目，项目收益债券本身要求投资项目风险小，且具有稳定、可

靠的经济效益及社会效益，项目建设所需要的手续齐全，可行性研究报告及投资建设规划具有较强的可信性，项目建成后能够不断产生收入和现金流，以满足按期还本付息的要求。适合发行项目收益债券的项目一般应具备以下条件：（1）项目符合国家产业政策和行业发展方向，所需相关手续齐全，产权清晰，并通过国家发改委相关专业司局预审；（2）必须是具有持续、稳定和可预期现金流入的项目；（3）可行性研究报告和项目设计预算翔实、权威、充分；（4）资本金能够足额到位，符合固定资产投资项目资本金制度要求；（5）建设成本控制、建设进度、建设质量管理和监督措施完善且合理，具有完工担保等；（6）与项目建设相关的合同和未来收入保障合同合法有效。目前，项目收益债券先期宜应用于现金流稳定的高速公路、地铁、港口、机场、电信网络、自来水和污水设施以及大型能源化工等基础设施项目。

第二，项目收益债券以项目公司为发行主体。相比以城投公司为主体发债，有效隔离了偿付风险，且操作简单。

第三，项目收益债券还款资金来源于项目自身的收益。项目自身良好的收益和稳定的现金流是项目收益债券发行成功的关键因素。

第四，项目收益债券是有限追索权的融资。普通的项目融资主要有两种类型，一是无追索权项目融资，债权人的风险很大，一般较少采用；二是目前国际上普遍采用的有限追索权的项目融资，即债权人除依赖项目收益作为偿债来源，并可在项目单位的资产上设定担保物权外，还要求与项目完工有利害关系的第三方提供各种担保。各担保人对项目收益债券所承担的责任以各自所提供的担保金额或按有关协议所承担的义务为限。

项目收益债券是国际上主流的市政建设融资模式之一，美国、欧洲各国和日本等发达国家已经形成了较为完善的市政项目收益债券市场，市政项目收益债券与国债、企业债券、股票、投资基金等一起，

共同构筑了完整统一的证券市场。项目收益债券成为这些国家地方政府融资的重要途径，在地方基础设施建设中发挥着非常重要的作用。中国现阶段面临着地方政府融资难的问题，地方政府通过设立项目公司的形式发行项目收益债券筹集资金，有利于地方基础设施建设推进。此外，中国现行预算法规定，地方政府不得发行地方政府债券，这一规定使得地方政府不具有直接发行债券的权利，而项目收益债券的推出，为相关立法的突破和创新，提供了可操作的法律规范。

此外，目前中国已具备发行项目收益债券的条件，具体表现为：

第一，项目收益债券符合国家政策导向。国务院2008年年底出台的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号）中，明确提出了“发挥债券市场避险功能，稳步推进债券市场交易工具和相关金融产品创新，开展项目收益债券试点”。国务院、国家发改委以及中国人民银行的领导也在不同场合提出过开展项目收益债券的试点工作。

第二，适合发行债券的项目众多。中国未来城市化步伐将继续加快，对城际轨道交通、城市水务和城市公共交通等现代化城市必需的大型项目需求强烈，这些项目大都具有投资规模大、回收周期长和回报稳定等特点，项目自身特点适合发行项目收益债券。

第三，潜在投资者规模庞大。随着中国经济的持续发展和人口结构的调整，养老问题越来越受重视，根据政府规划，中国将建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度。在社会统筹养老保险之外，越来越多的商业养老保险及企业年金保险公司开始出现，涉及的资产也迅速膨胀。而项目收益债券的低风险、长周期和高稳定性能高度匹配养老保险的投资需求。

第四，美国、欧洲各国和日本等发达国家的经验也为项目收益债券发展提供了借鉴。美国、欧洲各国和日本等发达国家在市政债券和

资产证券化方面开展得比较早，市政债券中的项目收益债券已经达到了相当大的规模，资产证券化也广泛应用到了诸如汽车贷款、信用卡应用款、房屋贷款、租赁贷款、消费品分期付款及其他具有稳定收益的领域，西方发达国家的经验为中国开展项目收益债券业务提供了借鉴。

9.4.4 健全相关法律法规

改革开放以来，中国法律制度存在一个明显的问题，就是法律法规滞后于经济市场变化，这也是经济发展初期发展中国家普遍存在的一个问题。随着债券市场的发展，尤其是金融产品的不断发展，需要抓紧法律法规建设，同时根据市场环境变化，对原有法律进行适时调整。鉴于城投债对于中国现阶段经济发展起着至关重要的作用，应当制定专门的法律法规来对城投债进行系统规范和监督。

9.4.5 完善城投债税收制度

笔者认为，为进一步推进城投债市场的发展，中国应借鉴发达国家对市政债券的管理经验，制定相关法律法规对投资者投资城投债所获得的利息提供税收优惠政策。鉴于目前中国的城投公司种类繁多，建议对不同地区、不同行政级别和不同业务性质城投公司所发行的城投债实行差别税收优惠政策。

9.4.5 .1给予城投债税收优惠的意义

1.减轻城投公司负担

税收优惠最直接的好处就是减少企业的负担。如果能够通过修改相关法律法规，给予城投公司税收方面的优惠，就可以在很大程度上减轻城投公司的负担。城投公司本身就承担了原本应该由地方政府承担的公共职能，自身经营能力比较弱，必须依靠政府资金的支持来维持正常的运营，如果还要缴纳所得税，无疑是雪上加霜。此外，多数城投公司的收入大部分来源于政府补贴，这些政府补贴本身就是来源于对社会公众征收的税收，如果地方政府给予城投公司的补助还要征税，就降低了财政补贴的效用。在西方国家，发行市政债券的主体多数为地方政府，它们本身就是征税的执行者，不存在纳税问题。因此，如果能够对城投公司减免企业所得税，就可以缓解城投公司自身资金匮乏的压力，有利于增加城投公司的积极性，从而更好地服务于社会公共领域。

2.提高投资者的积极性

城投债债券利息收益税收减免的受益者则是其投资者。投资者选择资产进行投资的两个根本原则就是收益和风险。这种收益不是名义上的票面利息，而是考虑各种因素，尤其是税收影响后的实际收益率。如果能够在投资收益上对投资者进行减免，无疑可以大大增强城投债的竞争优势，从而提高投资者投资城投债的积极性，尤其是那些边际税率较高的富有人群。由于税收的减免，相对于其他证券而言，城投债的实际收益率会得到很大幅度的提高，这样投资者就会把资金从其他证券方面转移到城投债上，投资者的不断增加和丰富，会更好地促进城投债市场的发展。此外，城投债的免税特征，也会使得投资者在一定程度上降低对城投债名义利率的要求，从而可以降低城投公司发行城投债的利率水平，进而减少城投公司的利息负担。

3.盘活企业债券市场

现阶段，城投债已成为中国企业债的重要组成部分，城投债的发展对整个企业债券市场的发展具有举足轻重的作用。对城投债的债券利息收入实行免税待遇，无疑可以吸引更多投资者参与到城投债市场中，更好地促进城投债市场的发展。同时，这也是将民间资本引入地方基础设施建设和公用事业建设的一条有效途径。税收政策在促进城投债更好发展的同时，也同样带动着整个企业债市场的发展，这无疑对中国企业债市场长远的发展有着极其深远的意义。

9.4.5 .2给予城投债税收优惠面临的难题

随着中国经济的快速发展，中央和地方的财政收入大幅增加，已经具备了一定的经济和财政实力来给予城投公司和城投债一定的税收减免。据国家税务总局初步核算，2009年中国财政收入达到68 476.88亿元，是1994年财税制度改革时的16倍，其中中央财政收入为35 896.14亿元，地方财政收入为32 580.74亿元。雄厚的财政收入，为充分利用灵活的财政政策调节经济发展提供了强有力的财政保障。此外，中国的国债免税政策也给城投债的免税积累了很多宝贵经验，这些都为中国城投公司和城投债免税提供了很好的条件。然而，现阶段中国给予城投公司和城投债税收优惠还存在很多难题，具体有以下几个方面：

1.城投公司和城投债的界定比较混乱

给予城投公司和城投债税收优惠所面临的首要问题，就是如何界定城投公司和城投债。目前，城投公司和城投债是对那些充当地方政府融资平台的城市建设投资公司及其发行的企业债券的笼统称呼，理论界和法律上还没有一个统一的标准对其进行界定。这就使得至今没有统一的定义来归类城投公司和城投债。各个政府部门和研究机构都是从城投公司设立过程中地方政府充当的角色、城投公司设立后的主要定位、资金投资方向和资金偿债来源等几个方面，来确定一个公司

是否是城投公司。这就造成了各个研究机构对城投公司和城投债的统计不尽相同。例如，根据国家发改委财金司的统计，2008年城投债发行14只、发行总额241亿元。来自中国银行信贷部的统计则称2008年城投类企业债共发行了214亿元。而根据中国人保资产管理公司的统计，截至2009年12月31日，城投债发行总数为131只，发行规模达到1 759.2亿元。这些统计数据的偏差说明目前中国城投公司缺乏统一的框架，很难严格判定哪些企业为城投公司，哪些债券为城投债。

如果没有统一的标准来判定城投公司，则很难给予其税收优惠。而且由于没有城投公司的判定标准，各个地方政府都按照自己的标准进行判定，很容易造成地方税收的混乱。因此，现阶段急需制定出一套专门界定城投公司和城投债的标准，只有从源头上把城投公司和其他企业区分开来，才能从政策上特别是法律上给予城投公司税收优惠。

2.法律法规上的欠缺

中国现阶段经济社会中存在的一个普遍问题就是，各项立法程序无法满足经济发展的需要。改革开放以后，中国经济得到了巨大发展，然而，各项相关配套设施和法律法规却进展缓慢。虽然近年来中国各项立法取得较大进展，各项法律法规不断颁布和完善，但仍然无法满足经济发展的需要。例如，虽然从1981年恢复发行国债开始至今已有近30年，但中国仍然没有一套完整且有效的法律法规对国债市场予以规范，这严重制约了国债市场的健康发展。而对于市政债券，中国目前还没有相关发行实践，也就谈不上有关于市政债券的法律了。对于公司债和企业债的相关监管，也仅仅限于《中华人民共和国公司法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第42号）、《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令〔2005〕第43号）和《企业债券管理条例》（国务院令〔1993〕第121号）等相关法律，从而导致城投债只能依据这些法律来进行约束，而无法进行有针对性的管理。因此，

如果对城投公司和城投债进行税收优惠，必须对上述法律法规进行一定的修订，或者专门制定一部适用于城投债的法律法规，使得城投债在监管上做到有法可依，从而更好地规范和促进城投债的发展。此外，税收法定原则要求：税收主体必须依且仅依法律的规定征税；纳税主体必须依且仅依法律的规定纳税。没有专门的税收法律法规，就无法充分利用税收这个杠杆来调节和引导城投债的发展，这也制约了中国债券市场的发展。

3.城投公司和城投债种类复杂

目前，中国的城投公司比较混乱，种类比较复杂，不便于对城投公司进行分类管理，也难以对城投债实行税收优惠政策。税收优惠只是针对那些承担公共责任的城投公司及其发行的债券，而那些没有承担公共职责的城投公司及其发行的债券不能给予税收优惠，应该按照一般规定进行征税。如果给予所有城投公司及城投债税收优惠，显然是不合适的。正是由于城投公司的种类比较复杂，很难在短时间内进行有效的分类，使之成为制约给予城投公司和城投债税收优惠的重要难题。

4.地方政府缺乏相应立法权

中国是单一制的中央集权国家。为统一全国税收政策，强化中央宏观调控能力，中央税、共享税和关系全局的税收征收管理的立法权都被集中在中央，使得地方政府缺乏足够的税收立法权，无法针对自己辖区内经济运行的特殊情况，给予城投公司和城投债税收优惠政策。地方政府只能在中央相关法律法规的基础上，进行轻微的调整，无法发挥其应有的通过税收来调剂经济的作用，更无法通过税收的调节给予城投公司和城投债一定优惠，这不利于城投公司和城投债发展。

9.4.5 .3城投债税收优惠应采取的措施

1.制定统一标准，区分城投债和一般企业债券

目前中国尚缺乏区分城投公司和普通企业、城投债与普通企业债券的统一标准，使得城投公司和城投债在统计上十分混乱，不利于税收优惠政策的实施。因此，为了更好地规范和引导城投公司及城投债的发展，给予其特殊的优惠政策，首先必须制定统一的区分标准。

2.尽快出台针对城投公司和城投债的法律法规

地方政府无法给予城投公司和城投债足够的税收优惠，主要原因是缺乏足够的税收法律依据。虽然《中华人民共和国企业所得税法》（中华人民共和国主席令〔2007〕第63号）和《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（国务院令〔2007〕第512号）规定，对从事公共领域和基础设施建设方面的企业给予一些优惠，但是这些优惠措施力度有限，优惠目标不高，缺乏一定的针对性，使得城投公司不能维持正常的运营。此外，这些税收优惠政策比较零散，缺乏一定的系统性和规范性，还不能达到利用税收的杠杆作用来引导和带动城投公司和城投债发展的目的。因此，现阶段，有关部门应该尽快出台针对城投公司和城投债的法律法规，加强税收法律法规的针对性，保障税收政策的系统性和规范性，使得城投公司和城投债的税收优惠政策有法可依。此外，如果有相关法律法规的限制，也可以规范地方政府对城投公司的补贴行为，使地方政府对城投公司的支持有法可依，更加透明化，可以在很大程度上避免注入资产不实和评估价格过高的问题。此外，还可以明确城投公司和地方政府之间的关系，使地方政府对城投公司承担的义务仅限定于税收优惠方面，避免由于两者权责不明给地方政府带来的财政风险。

3.适当给予地方政府立法权

中央政府高度集中税收立法权，地方政府缺乏足够的税收立法权，这已经成为当前中国财税改革的关键问题所在。虽然中央政府多

次强调，要适当划分中央政府和地方政府的税收立法权，调整和规范中央政府与地方政府、地方各级政府间的收支关系，建立健全与事权相匹配的财税体制，但到目前尚未取得实质性进展。合理划分中央政府和地方政府的税收立法权是完善税收管理体制的核心环节，也是健全地方税收体系、完善分税制财政管理体制乃至整个财税体制的重要环节。

中国不同地区间的经济社会情况很不相同，各有特色，也有不尽相同的区域性税源。适当下放地方税收立法权，地方政府可以有效运用税收杠杆，对地区经济的发展进行特殊调控。城投公司作为地方政府的重要融资平台，对地方经济的发展起着至关重要的作用。因此，为便于地方政府因地制宜、因时制宜和灵活机动地处理地方事务，可以根据健全分税制财政管理体制的要求，在全国税政统一的前提下，赋予地方政府足够的税收立法权，来给予城投公司和城投债税收减免。

4.灵活运用多种方式给予税收优惠

目前，中国给予城投公司和城投债的税收优惠手段比较单一、力度也较小，无法积极引导和刺激城投公司对投资规模大、经营周期长、见效慢的基础设施、交通能源和农业开发等项目的投资，也不利于提高税收优惠的效益。笔者认为，在目前相关法律还没有明确给予城投公司所得税免税的情况下，地方政府可以根据各地区的实际情况，灵活运用投资抵免、亏损弥补、加速折旧和科技税收等多种事后优惠方式来加大对城投公司的税收优惠力度。例如，允许城投公司采用加速折旧、再投资退税和投资亏损结转等措施鼓励城投公司扩大投资。城投公司采用加速折旧法对固定资产计提折旧，从而延缓其纳税时间，相当于地方政府给城投公司提供了一笔无息贷款；城投公司用税后利润转增资本的再投资行为，可按一定比例退还再投资部分已缴纳的所得税税款，以鼓励城投公司将所获利润用于再投资；城投公司

投资的净资本在一定比例内允许从应税所得中扣除，并允许在一定年限内向前或向后结转。此外，可以采用减免税前列支和提取公共建设投资基金等方式，鼓励城投公司在技术创新、节能环保和环境治理等方面的科研投入。

9.4.6 进一步完善分税制

城投债是在中国分税制改革的背景下产生的，要处理好城投债的问题就必须进一步完善分税制。

1.进一步明晰中央政府与地方政府以及各级地方政府之间的事权划分

对于各级政府事权的划分，笔者认为，应该由中央政府承担的，在划分责任时，应明确由中央政府承担。在发达国家，对各级政府的事权和财权的划分一般都由宪法和法律作出明确的规定，明确了各级政府的责任，避免了不必要的相互推卸责任和争取资金的不正当手段。中国应当借鉴发达国家的经验，完善相关法律法规，以立法形式明确各级政府的事权和财权，硬化预算约束，规范地方政府举债和担保行为，加强地方债务的法制化管理。

2.完善地方税收体系，不断提高地方税收收入在财政收入中的比重

地方政府财政收入不能满足地方财政支出的需要，是导致地方政府举债的重要原因。为了防范新的和不合理的地方债务的累积，应当保证地方政府能够通过正常和规范的收入来源确保其正常的支出需要。要增加地方财政收入，必须完善地方税收体系，具体措施有：加

快地方税种改革步伐，完善地方税种；合理配置地方税种；进一步加强地方税收征管。

3.加大一般性转移支付力度

中央、省和市各级财政都要加大一般性转移支付力度。从经济角度看，目前县乡财政乏力是中国市场经济向纵深发展、调整和优化经济结构过程中所必须付出的代价，在此过程中，上级财政给予必要支持不仅是必要的，而且是完全应该的。

9.4.7 加快信用债券市场发展

城投债市场的发展依赖于信用债券市场的发达程度，而放松管制是信用债券市场快速发展的基础和前提。目前中国对信用债券的发行仍实行较为严格的管制。而实际上中国信用债券市场经过20多年的发展，在各方面日趋成熟，已具备逐步放松管制的条件。同时，国外经验也表明，新兴国家或地区的债券市场在发展到一定阶段以后，逐步放松管制可以推动市场的飞速发展。例如20世纪90年代以前，日本公司债券市场一直作为银行融资的附属存在。直到1996年，日本大藏省取消作为行政指导的发债条件限制，并完全放开财务限制条款后，日本公司债券市场才实现真正的自由化，并迅速发展壮大。

目前中国已发行的债券均为信用等级较高的债券，只有一些资质情况良好的企业才能发行债券，而广大中小企业被限制在发债的门槛之外。在一个完善的债券市场上，不同信用等级的债券应该都有分布。从国际经验来看，国际债券市场上从C级到AAA级的债券均有分布，投机级（BBB级以下）债券同样可以满足一些追求高回报，愿意承担高风险的投资者的需要。

在债券定价方面，应逐步实现债券发行利率市场化，并取消不适应目前债券市场发展的利率限制。中国1993年颁发的《企业债券管理条例》（国务院令〔1993〕第121号）中明确规定，债券发行利率不得高于同期商业银行相同期限居民储蓄定期存款利率的40%，这一规定已成为债券利率市场化的障碍，不利于债券的合理定价和发行流通。从实践情况来看，为绕开政策的限制，部分债券被迫延长存续期限或加入含权设置[注]，这种现象表现出了对利率市场化的强烈要求。

9.4.8 证券化或者集合发债

除发行城投债外，笔者认为地方政府还可以通过集合发债或者资产证券化等市场化手段进行融资，以加大地方政府直接融资比重，降低地方政府债务风险。

“国发〔2010〕19号文”出台后，地方政府融资能力大幅下降，影响了基础设施建设项目的进度，长此以往必将影响中国的城市化进程。盘活地方政府或地方融资平台资产，提高资产流动性，成为未来地方政府融资的重要出路之一。笔者认为可以将城投公司中缺乏流动性但未来具有稳定现金流的资产进行证券化，通过结构安排转化为可以在金融市场上流通的证券。只要城投公司有稳定的现金流，如应收地方政府的工程款、车辆通行费等，就可以进行证券化。

除证券化外，笔者认为还可以结合多家城投公司通过打包的方式进行集合发债。所谓“集合发债”，就是多个发行人联合在一起，按照“统一组织、分别负债、集合发行”的原则联合发行的一种债券。各个地方政府的风险程度和信用水平是不同的，通过将它们的债务放在一起进行集合发债，有利于降低债务风险，提高信用等级，降低整体发债成本。

虽然证券化和集合发债可以在一定程度上缓解地方政府的融资困境，但依然难以解决地方政府债务风险高度集中于银行系统的问题，在此情况下，银行依然难以对地方融资平台进行大胆放贷。考虑到目前中国直接融资比例过低，笔者认为银行在未来中国的城市化进程中依然起着重大的作用，若无法解决银行系统风险问题，无法提高银行资产的流动性，中国的城市化进程将受到阻碍。

为解决以上问题，笔者建议在现行框架下，由中央政府层面组建一个或几个全国性的中国城市美化建设有限公司（以下简称“城市美”公司），授权其专门负责地方融资平台的融资。其主要运作模式是通过“城市美”公司来收购银行对地方政府的基础设施建设项目贷款或地方融资平台应收地方政府的BT应收账款，“城市美”公司可以对这些资产进行分类、打包和包装，然后以这些资产为基础来发行资产证券化产品，该资产证券化产品除了向境内投资者发行外，还可以向境外投资者发行。通过以上方式不仅可以缓解银行系统风险，而且还可以提高地方融资平台的流动性，这将有利于中国的城市化进程。

从可行性来说，目前已经具备了一定的条件：第一，目前银行有大量的地方融资平台贷款，而且未来几年，随着城投债募投项目的陆续完工，各地融资平台将形成大量的地方政府的应收账款，为“城市美”公司收购提供了基础。第二，中国资产证券化条件成熟。中国资产证券化发展时间虽然较短，但是从2005年开始已发行了银行住房抵押贷款资产证券化产品、银行不良贷款资产证券化产品和企业的资产支持受益凭证等各类资产证券化产品，技术条件较为成熟，另外，资产证券化在2008年后一度停滞，目前又有启动的迹象，有关监管部门和券商正在努力推动资产证券化的发展，资产证券化面临较好的市场发展机遇。第三，中国投资者资金充足。随着中国资本市场的快速发展、居民生活水平的提高和投资观念的转变，越来越多的投资者选择资本市场进行投资，从而为发展资产证券化提供了强有力的资金支持。

“城市美”公司的盈利主要来自购买资产和发行债券之间产生的差价。为支持“城市美”公司的发展，政府可以考虑给予其税收优惠，在发展初期，对其给予免税政策，当其逐渐发展起来，有足够经济实力后，再对其进行征税。

---

1. 发行主体为上饶市城市建设投资开发集团有限公司。
2. 发行主体为马鞍山市建设投资有限责任公司。
3. 发行主体为芜湖市建设投资有限公司。
4. 实际上政府财政补贴也有变通的余地，关键是看怎么认定。
5. 实际上相当于政府隐性担保。
6. 发行主体为江苏交通控股有限公司。
7. 如5+2、3+2、3+3、5+5等期限结构设计。

第10章
中国城投债发行规模

【本章概要】

本章主要通过建立模型研究中国城投债规范发展成为符合中国国情的市政债券之后的合理发行规模，并以深圳市和北京市为例，对城投债合理发行规模进行测算。

【本章重要问题】

- 如何构建模型来测算中国城投债合理发行规模。
- 深圳市城投债合理发行规模。
- 北京市城投债合理发行规模。

10.1 基于KMV模型的城投债发行规模与违约率分析

本章对城投债发行规模进行测算的前提条件是城投债已规范发展成为符合中国国情的市政债券，已纳入市政债券管理范畴。

10.1.1 信用风险测度模型

针对信用风险评估的现代信用风险度量模型中，较为经典的量化度量模型有Creditmetrics模型、Creditportfolio View模型、KMV模型和Creditrisk+模型等。

1.Creditmetrics模型

Creditmetrics模型是1997年JP摩根银行邀请美洲银行、德意志摩根建富、瑞士银行以及穆迪KMV公司共同研发的信用风险度量方法。该模型的违约率度量通过迁移矩阵来实现。迁移矩阵是一个评级体系中横跨所有行业的公司信用等级逐年变化的历史数据，由不同性质的公司在不同商业周期组成的样本统计出的一定信用期限内各个信用等级的债务人，从一个等级迁移到另一个等级（包括违约）的概率矩阵表。同时该模型还计算了各个信用等级在n（n>2）年内平均的累积违约率，即将1年期的迁移矩阵自乘n次，从而得到n年的累计违约率。

Creditmetrics模型对违约率的测度体现了《巴塞尔新资本协议》对违约率的要求，主要优点是，其估计的违约率是以每年的评级历史数据进行平均统计，方法比较简单，只要有若干年份评级结果的历史资

料就可以计算出各个信用等级的迁移概率与违约率。但此方法的主要缺陷是信用等级迁移概率矩阵的许多前提假设与现实不符。如：（1）信用等级迁移概率矩阵的稳定性假设与现实不相符。Nickell、Perraudin和Varotto（1998）的研究发现，行业因素、国家因素以及商业周期因素均会对信用等级迁移概率产生影响。（2）信用等级迁移概率遵循一个稳定的马尔可夫过程与现实不符，Nickell、Perraudin和Varotto（1998）的研究发现，信用等级迁移概率与过去曾经出现的结果有很高的相关性。（3）在生成债券信用等级迁移概率矩阵时所使用的债券组合也会对矩阵的准确性产生影响。

2.Creditportfolio View模型

Creditportfolio View模型是Mckinsey公司于1998年开发的。Creditportfolio View模型将宏观经济因素与违约率以及信用等级迁移概率相联系，应用经济计量学和蒙特卡罗模拟来实现模拟违约的联合条件概率分布，以及每个国家不同行业中各种信用等级群体的信用等级迁移概率，直接将迁移概率与宏观经济因素之间的关系模型化。Creditportfolio View模型的最大特点是考虑了当期的宏观经济环境，认为信用质量的变化是宏观经济因素变化的结果，并且信用等级迁移概率依赖于宏观经济变量，如失业率、GDP增长率和长期利率水平等因素。Creditportfolio View模型应用的迁移概率和违约率与Creditmetrics模型不同，不是以历史等级迁移和违约的数据来估计，而是以当期的经济状态为条件来计算债务人的等级迁移概率与违约率。

Creditportfolio View模型实际上是Creditmetrics模型的扩展和补充，纳入各种影响违约率以及相关联的信用等级迁移概率宏观因素，是经宏观经济因素调整后的迁移概率矩阵与违约率矩阵。但该模型存在以下缺陷：如果实行这一模型，则需要可靠的数据，而每一个国家和每一个行业的违约信息往往较难获得。此外，在对宏观经济周期进行判断时带有较强的主观性，从而使得模型的结果具有主观性。

3.KMV模型

KMV模型是穆迪KMV公司利用期权定价理论开发出的一种测度企业违约率的方法，主要对上市公司和上市银行的预期违约率（Expected Default Frequency，简称EDF）进行预测。KMV公司对Creditmetrics假设观点提出了挑战，认为违约率是连续变化的。通过仿真试验表明，历史平均违约率和迁移概率可能严重偏离真实概率，并夸大了债务人的违约率；同时KMV公司证明在同一债券等级内，违约率可能存在巨大差别，违约率在不同等级之间的范围可能有很大的重叠。鉴于此，KMV公司基于期权定价模型推出了债务人的理论预期违约率和经验预期违约率。

KMV模型是对违约率传统测度方法的一次重要革命，其优势在于：一是因为数据是基于股票市场数据，而非企业账面资料，使得该方法具有前瞻性，更能反映企业当前的违约状况，预测能力更强且更准确；二是由建立在现代公司理财理论和期权理论上的结构性模型得出的预期违约率具有较强的说服力；三是可以利用公开获得的公司财务数据来计算违约率，适用于上市公司。但KMV模型也存在许多缺陷：首先，模型应用范围具有局限性，通常只针对上市公司预期违约率的评估；其次，KMV模型中企业资产价值呈正态假设条件往往与现实相违背，该模型如果没有企业资产价值的正态假定，很难计算出理论；最后，模型对违约点的确定不准确，从而影响到计算结构的准确性。

4.Creditrisk+模型

Creditrisk+模型是瑞士信贷银行金融产品部，于1997年推出的信贷风险管理系统，Creditrisk+模型将保险精算学的框架用于债券贷款组合损失概率分布的计算中。Creditrisk+模型把价差风险看做是市场风险的一部分，模型对违约产生的原因没有做任何假设，债务人A要

么违约，概率为P_A，要么不违约，概率为$1-P_A$，因此模型属于违约模式，并假定对于一项贷款在给定期间（如1月）的违约率对于任何月份都是一样的。同时对于众多的债务人，任何特定债务人的违约率都非常小，并且在不同期间违约发生的数目彼此独立。在这些条件下，对于给定的期间，违约率被模型化为一种有着一定概率分布的连续变量，违约数目概率分布服从泊松分布：

$$P(n\text{ 次违约}) = \frac{\mu^n e^{-\mu}}{n!} \quad n = 0，1，2，\cdots \tag{10.1}$$

该模型的优点是对贷款组合的损失概率分布有闭型解，不需要采用模拟技术，计算速度也快；另外输入数据较少，只需每笔贷款的违约率和违约损失率，不需要利率期限结构或信用等级迁移概率信息。但该模型的缺陷是违约率依赖于一些随机变量，模型未解释风险头寸的变化与这些随机变量的关系。

比较以上四种模型可知，Creditportfolio View模型和KMV模型其实是对Creditmetrics模型的修正与改进，Creditportfolio View模型把宏观经济因素纳入对迁移矩阵的调整，但没有改变违约率测度的离散性。而KMV模型则改进了分类的方法，用连续性变量来实现对违约率的基数测度，这无疑是一个质的进步，它使违约率的测度更加精确化。Creditmetrics模型和Creditportfolio View模型是一种传统的方法，任何具有一定数据积累的商业银行和评级公司都可以建立自己的违约数据库。而KMV模型则更侧重于对未来的预测，在某种程度上对企业状况的变化更为敏感，但使用范围更加严格，比较适用于资本市场成熟地区的上市公司。此外，KMV模型对违约率的测定是基于企业股票市场价格数据变化的分析，可以随时根据股票市场价格的变化更新模型的输入数据，能较好地反映企业的违约状况，因此该模型是动态模型，是一种向前看的方法。而Creditmetrics模型和Creditportfolio View模型则是对企业信用等级迁移及其概率的历史数据分析，信用评级在相当长的时间为静态，这使得模型不能反映企业信用状况的变化，因

此这两种模型是向后看的模型。Creditrisk+模型作为Creditmetrics模型的替代，最大的优势在于数据输入少，主要的局限性是它并非属于充分估值的受险价值模型，因为它主要集中于损失率，而非贷款价值的变化，因此属于违约模式模型。

表10-1 违约率各种测度方法的特征比较

项　目	Creditmetrics	Creditportfolio View	KMV	Creditrisk^{+}
依据原理与分析方法	评级结果历史数据分析	宏观经济因素调整与模拟	期权定价原理	财险思想
违约状态	盯市模型	盯市模型或违约模型	违约模型或盯市模型	违约模型
违约驱动因素	资产价值及其波动	宏观经济因素	资产价值及其波动	预期违约率
测度的条件性	无条件测度	条件测度	条件测度	条件测度
测度的离散型或连续性	离散测度	离散测度	连续测度	连续测度

资料来源：管七海，冯宗宪.信用违约测度研究：文献综述与比较[J].世界经济，2004，（11）：40-54

10.1.2 基于KMV模型的城投债信用风险测度模型的思想

上述每个信用风险模型都有其适用范围，且在相应的领域表现出色，却都不能针对城投债直接进行信用风险计算。在分析这些模型的时候，需根据各自特征适当调整，从而建立适用于城投债的信用风险模型。

由于主要从违约率的角度来研究城投债的发行规模，结合各模型的特点来看，KMV模型是最优选择。KMV模型的基本思想是：企业股权的拥有者把所有权转移给贷款人，但是他们有权通过偿还债务（执行价格）来买回企业。如果到期时企业价值超过债务，股权持有者将偿还债务，持有企业剩余价值；而如果到期时企业价值小于债务，股权持有者将让企业违约。将KMV模型的思想运用于城投债信用

风险评估即为：城投公司将税收权或项目收益权“转移”给城投债的购买者，同时地方政府可以通过偿还城投债来“赎回”税收权或项目收益权。城投债到期时，若用于担保的地方财政收入超过债务偿还规模，地方政府将偿还债务，“赎回”税收权或项目收益权；反之，若用于担保的地方财政收入小于债务偿还规模，则地方政府就会违约。

笔者运用对KMV模型进行改造后的模型来测度违约风险。在具体操作中，只需将原KMV模型中企业资产市值这一变量替换为用于担保的地方财政收入，企业资产市值的波动性和资产收益率的均值分别替换为地方财政收入的波动性和地方财政收入增长率的均值，债券到期时需要偿还的价值则对应于到期时城投债价值。笔者采用地方财政收入来衡量地方政府的偿债能力，认为地方财政收入是影响城投债发行规模的主要因素[注]，拟发行的城投债以地方财政收入作为担保可以提高城投债的安全性。在实际应用中，由于地方政府必须保证一些必要的支出，财政收入不可能全部作为城投债的偿债担保，作为担保的只能是扣除必要支出后的余额，因此需确定一定比例的财政收入作为担保。

10.1.3 用于测度城投债信用风险的KMV模型

假设地方财政收入服从如下随机过程：

$$A_t = f(Z_t) \tag{10.2}$$

其中，A_t为t时刻地方财政收入，Z_t为随机变量，f(x)为特定函数。

当城投债到期（到期日为T）时，如果可用于为城投债担保的地方财政收入A_T小于应当偿还的债券面值B_T，地方政府就会违约。即地方政府违约的条件可以表示为：$A_T<B_T$。预期违约率EDF用p表示，则：

$$p = P[A_T < B_T] = P[f(Z_T) < B_T] = P[Z_T < f^{-1}(B_T)] \quad (10.3)$$

根据KMV模型思想，可知城投债到期时的违约距离（Distance to Default，简称DD）为：

$$DD = \frac{A_T - B_T}{\sigma_R} \quad (10.4)$$

其中，σ_R为地方财政收入的波动值。

在公式（10.2）中，若Z_T~$N(0,1)$，即服从标准正态分布，则公式（10.3）和公式（10.4）可以转化为：

$$p = N[f^{-1}(B_T)] \quad (10.5)$$

$$DD = -f^{-1}(B_T) \quad (10.6)$$

于是，可以得到：

$$p = N(-DD) \quad (10.7)$$

假设地方财政收入服从如下具体的随机过程：

$$dA_t = \mu A_t dt + \sigma A dz_t \quad (10.8)$$

其中，σ为地方财政收入波动率；μ为地方财政收入增长率；dz_t为维纳过程（标准几何布朗运动）的增量。

令t=0，A_0=A，由上式可得t>0时地方财政收入可以表示为：

$$A_t = A\exp\left\{\left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right)t + \sigma\sqrt{t}Z_t\right\} \quad (10.9)$$

其中Z_t~$N(0,1)$，此时称地方财政收入服从对数正态分布，其均值和方差分别为：

$$E[lnA_t] = lnA + \mu t - \frac{1}{2}\sigma^2 t = \frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n-1} lnA \times \frac{A_{i+1}}{A_i} \tag{10.10}$$

$$= lnA + \frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n-1} ln\frac{A_{i+1}}{A_i}$$

$$Var[lnA_t] = \sigma^2 t = \frac{1}{n-2}\sum_{i=1}^{n-1}\left(lnA \times \frac{A_{i+1}}{A_i} - \frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n-1} lnA \times \frac{A_{i+1}}{A_i}\right)^2 \tag{10.11}$$

$$= \frac{1}{n-2}\sum_{i=1}^{n-1}\left(ln\frac{A_{i+1}}{A_i} - \frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n-1} ln\frac{A_{i+1}}{A_i}\right)^2$$

根据公式（10.10）和公式（10.11）可以得到：

$$\mu = \left[\frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n-1} ln\frac{A_{i+1}}{A_i} + \frac{1}{2}\sigma^2 t\right]/t \tag{10.12}$$

$$\sigma = \sqrt{\left[\frac{1}{n-2}\sum_{i=1}^{n-1}(ln\frac{A_{i+1}}{A_i} - \frac{1}{n-1}\sum_{i=1}^{n-1} ln\frac{A_{i+1}}{A_i})^2\right]/t} \tag{10.13}$$

因为地方财政收入的对数服从正态分布，所以此时违约距离与预期违约率分别为：

$$DD = \frac{ln(A/B_T) + \mu T - \frac{1}{2}\sigma^2 T}{\sigma\sqrt{T}} \tag{10.14}$$

$$p = N\left[\frac{lnB_T - lnA - \mu T + \frac{1}{2}\sigma^2}{\sigma\sqrt{T}}\right] \tag{10.15}$$

---

1. 朱世武（2000）的研究发现，中央财政收支而非GDP是影响国债发行规模的主要因素。

10.2 以KMV模型测算深圳市城投债合理发行规模

10.2.1 深圳市可担保地方财政收入的计算

1.深圳市地方财政收入的预测

笔者通过对深圳市1979～2009年的地方财政收入做自回归分析并进行修正，得到2010～2014年深圳市地方财政收入的预测值。虽然中国在1994年实行分税制改革，使得1994年之前的地方财政收入的统计口径与1994年以后有所不同，但从历年深圳市地方财政收入的增长趋势来看，1994年的分税制改革并未使财政收入总量趋势发生明显的突变（见图10-1），因此，不会严重影响回归结果。

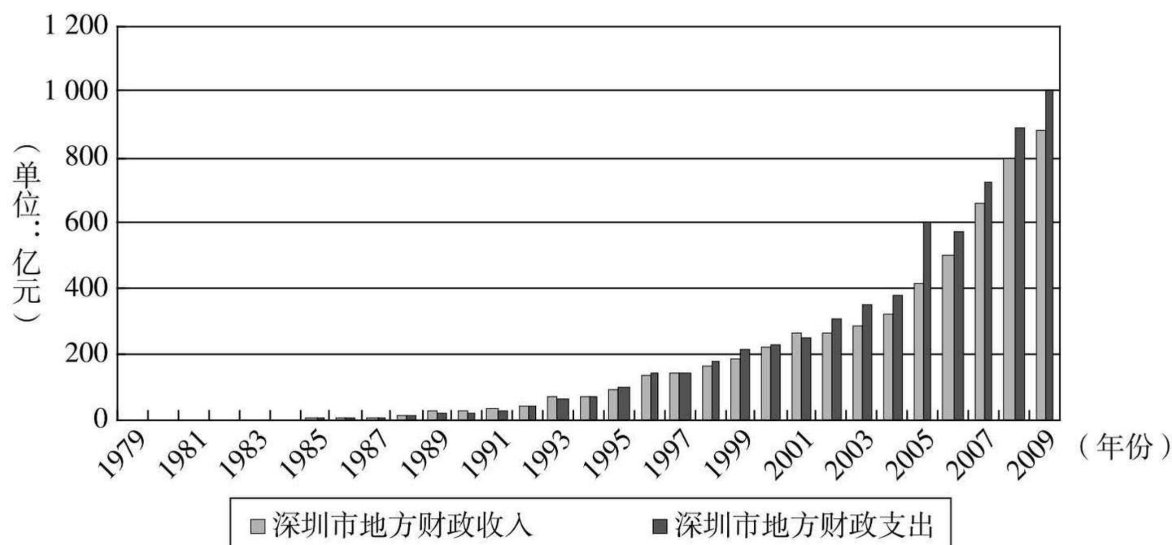


图10-1 1979～2009年深圳市地方财政收支情况

资料来源：深圳市统计年鉴

用SPSS软件得到的一阶自回归模型为：

$$A_t = 2.531 + 1.17 \times A_{t-1} \qquad (10.16)$$

其中，A_{t-1}为深圳市地方财政收入的一阶滞后项。

表10-2 深圳市地方财政收入自回归主要参数

	非标准化系数	T 值	Sig 值	F 值	调整后 R^2
常数项	2.531	0.477	0.637	3 222.221	0.991
解释变量	1.170	56.765	0.000		

当然，由于未来财政收入不完全根据过去轨迹变化，因此，为保守起见，笔者对统计结果进行修正，即：

$$A'_t = A_t \times 0.99^t = (2.531 + 1.17 \times A_{t-1}) \times 0.99^t \qquad (10.17)$$

因此，可以得到未来5年财政收入的预测值，见表10-3。

表10-3 2010～2014年深圳市地方财政收入预测值（单位：亿元）

年份	2010	2011	2012	2013	2014
修正前（A_t）	1 033.09	1 211.25	1 419.69	1 663.57	1 948.91
修正后（A'_t）	1 022.76	1 187.14	1 377.52	1 598.02	1 853.39

2.担保比例的确定

由于地方财政收入中每年都有一部分支出是不可避免的，因此，只有地方财政收入扣除这部分必要支出之后的余额才能作为城投债的担保。假设各年必要财政支出占地方财政收入的比重为一固定值α，此处α根据深圳市1999～2009年必要财政支出占地方财政收入比重的平均值来确定，大约为50%，因此，可以用于为城投债担保的地方财政收入比重为(1-α)=50%。

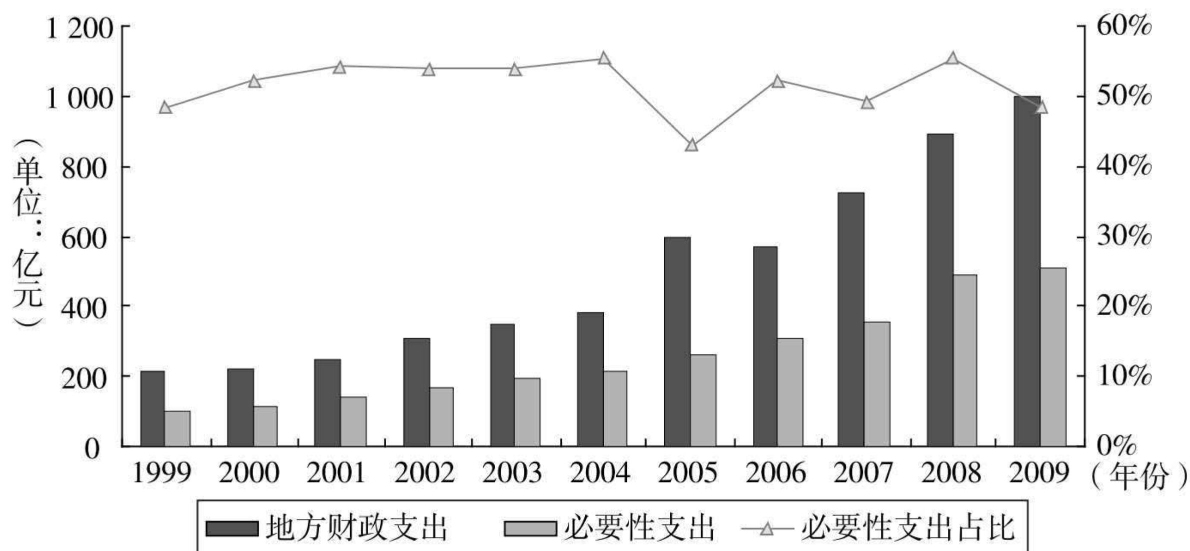


图10-2 1999～2009年深圳市必要性支出占地方财政支出比重情况

资料来源：深圳市统计年鉴

3.可担保地方财政收入的确定

由上可知，深圳市可用于为城投债担保的地方财政收入为At×(1-α)，各年具体值见表10-4。

表10-4 2010～2014年深圳市可担保地方财政收入（单位：亿元）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
$A_t' \times (1-\alpha)$	511.38	593.57	688.76	799.01	926.69

10.2.2 μ、σ值的确定

得到未来各年地方财政收入之后，将其代入公式（10.12）和公式（10.13）中，即可计算出各年地方财政收入增长的平均值（μ）和地方财政收入波动性（σ），见表10-5。

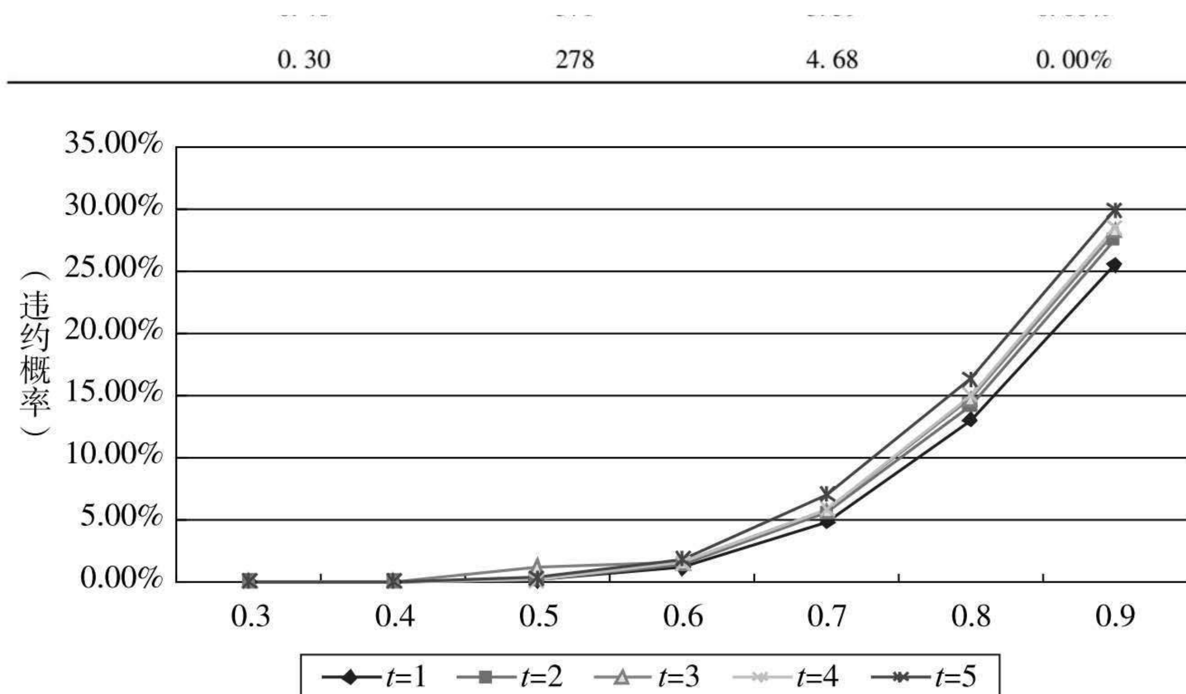
表10-5 不同时间间隔下地方财政收入增长的平均值（μ）和地方财政收入波动性（σ）

	$t=1$	$t=2$	$t=3$	$t=4$	$t=5$
μ	0.092 404	0.038 326	0.023 801	0.017 194	0.013 441
σ	0.251 003	0.177 486	0.144 917	0.125 501	0.112 252

表10-6 不同期限下深圳市城投债发行规模与违约率时期发行规模违约距离

时　期	发行规模		违约距离	违约率
	B_T/A_T	B_T	(DD)	(p)
$t=1$	0.90	460	0.66	25.46%
	0.80	409	1.13	12.92%
	0.70	358	1.66	4.85%
	0.60	307	2.28	1.13%
	0.50	**256**	**3.00**	**0.13%**
	0.40	205	3.89	0.00%
	0.30	153	5.04	0.00%

时 期	发行规模		违约距离 (DD)	违约率 (p)
	B_T/A_T	B_T		
$t=2$	0.90	534	0.60	27.43%
	0.80	475	1.07	14.23%
	0.70	416	1.60	5.48%
	0.60	356	2.22	1.32%
	0.50	**297**	**2.94**	**0.16%**
	0.40	237	3.83	0.00%
	0.30	178	4.98	0.00%
$t=3$	0.90	620	0.58	28.10%
	0.80	551	1.05	14.69%
	0.70	482	1.58	5.70%
	0.60	413	2.19	1.43%
	0.50	**344**	**2.92**	**0.18%**
	0.40	276	3.81	0.00%
	0.30	207	4.96	0.00%
$t=4$	0.90	719	0.57	28.43%
	0.80	639	1.04	14.92%
	0.70	559	1.57	5.82%
	0.60	479	2.18	1.46%
	0.50	**400**	**2.91**	**0.18%**
	0.40	320	3.80	0.00%
	0.30	240	4.95	0.00%
$t=5$	0.90	834	0.53	29.81%
	0.80	741	0.98	16.35%
	0.70	649	1.48	6.94%
	0.60	556	2.06	1.88%
	0.50	**463**	**2.75**	**0.30%**
	0.40	371	3.59	0.00%



0.30	278	4.68	0.00%

图10-3 深圳市地方财政收入服从正态分布下的理论EDF

KMV公司根据历史数据得到了公司债券的信用等级和预期违约率之间的关系。一般认为，信用等级在标准普尔BBB-或者穆迪Baa3之上的公司债券是安全的，这类债券在历史上发生违约的情况很少。由于城投债的发行者是地方政府授权机构，其信用风险要低于公司债券，因此城投债至少要达到公司债券所评的较好的信用等级。也就是说，城投债的信用等级至少要达到标准普尔BBB+或者穆迪Baa1，其预期违约率应该在0.4%之内。因此，假设预期违约率在0.4%之内是合适的。

根据表10-6的结果可以得知，无论是哪年，深圳市应偿还城投债余额都不应超过当年可担保地方财政收入的0.5倍。具体来看，2010年深圳市需偿还的城投债规模不应高于256亿元，2011年深圳市需偿还的城投债规模不应高于297亿元，2012年深圳市需偿还的城投债规模不应高于344亿元，2013年深圳市需偿还的城投债规模不应高于400亿元，2014年深圳市需偿还的城投债规模不应高于463亿元。

10.3 以KMV模型测算北京市城投债合理发行规模

10.3.1 北京市可担保地方财政收入的计算

笔者再根据上述方法来测算北京市城投债的安全发行规模。同样，笔者通过对北京市1979～2009年的地方财政收入做自回归分析并进行修正，从而得到2010～2014年北京市地方财政收入的预测值。

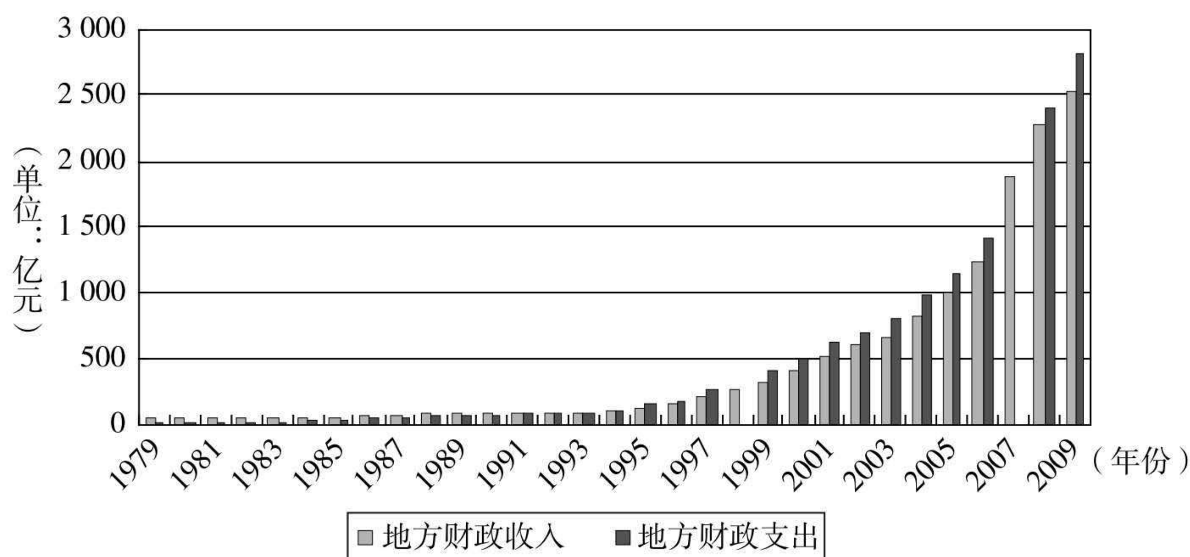


图10-4 1979～2009年北京市地方财政收支情况

资料来源：北京市统计年鉴

用SPSS软件得到的一阶自回归模型为：

$$A_t = 5.645 + 1.2 \times A_{t-1} \tag{10.18}$$

其中，A_{t-1}为北京市地方财政收入的一阶滞后项。

表10-7 北京市地方财政收入自回归主要参数

	非标准化系数	T值	Sig值	F值	调整后R^2
常数项	5.645	0.289	0.775	1 701.449	0.983
解释变量	1.200	41.249	0.000		

因此，可以得到未来5年北京市地方财政收入的预测值，见表10-8。

表10-8 2010-2014年北京市地方财政收入预测值（单位：亿元）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
修正前（A_t）	3 026.15	3 637.02	4 370.07	5 249.73	6 305.33
修正后（A'_t）	2 995.89	3 564.65	4 240.28	5 042.87	5 996.30

在担保比例的确定上，笔者统计发现北京市2005～2009年必要财政支出占地方财政收入比重的平均值大约为55%，因此，可以用于为城投债担保的地方财政收入比重为45%，从而可以求得北京市可用于为城投债担保的地方财政收入，见表10-9。

表10-9 2010～2014年北京市可担保地方财政收入（单位：亿元）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
$A'_t \times (1-\alpha)$	1 348.15	1 604.09	1 908.13	2 269.29	2 698.34

10.3.2 μ、σ值的确定

同样，得到未来各年地方财政收入之后，将其代入公式（10.12）和公式（10.13）中，即可计算出各年地方财政收入增长的平均值（μ）和地方财政收入波动性（σ），见表10-10。

表10-10 不同时间间隔下地方财政收入增长的平均值（μ）和地方财政收入波动性（σ）

	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4	t = 5
μ	0.020 499	0.008 503	0.005 280	0.003 815	0.002 982
σ	0.118 224	0.083 597	0.068 257	0.059 112	0.052 871

表10-11 不同期限下北京市城投债发行规模与违约率

时　期	发行规模		违约距离	违约率
	B_T/A_T	B_T	(*DD*)	(*p*)
$t=1$	0.90	1 213	1.01	15.17%
	0.80	1 079	2.00	2.28%
	0.70	**944**	**3.13**	**0.00%**
	0.60	809	4.44	0.00%
	0.50	674	5.98	0.00%
	0.40	539	7.86	0.00%
	0.30	404	10.30	0.00%
$t=2$	0.90	1 444	0.98	16.35%
	0.80	1 283	1.97	2.44%
	0.70	**1 123**	**3.10**	**0.00%**
	0.60	962	4.41	0.00%
	0.50	802	5.95	0.00%
	0.40	642	7.84	0.00%
	0.30	481	10.27	0.00%
$t=3$	0.90	1 717	0.97	16.60%
	0.80	1 527	1.96	2.50%
	0.70	**1 336**	**3.09**	**0.00%**
	0.60	1 145	4.40	0.00%
	0.50	954	5.94	0.00%
	0.40	763	7.83	0.00%
	0.30	572	10.26	0.00%

时 期	发行规模		违约距离	违约率
	B_T/A_T	B_T	(DD)	(p)
$t=4$	0. 90	2 042	0. 96	14. 46%
	0. 80	1 815	1. 96	2. 50%
	0. 70	**1 589**	**3. 09**	**0. 00%**
	0. 60	1 362	4. 39	0. 00%
	0. 50	1 135	5. 93	0. 00%
	0. 40	908	7. 82	0. 00%
	0. 30	681	10. 25	0. 00%
$t=5$	0. 90	2 429	0. 96	14. 46%
	0. 80	2 159	1. 95	2. 60%
	0. 70	**1 889**	**3. 08**	**0. 00%**
	0. 60	1 619	4. 39	0. 00%
	0. 50	1 349	5. 93	0. 00%
	0. 40	1 079	7. 82	0. 00%
	0. 30	810	10. 25	0. 00%

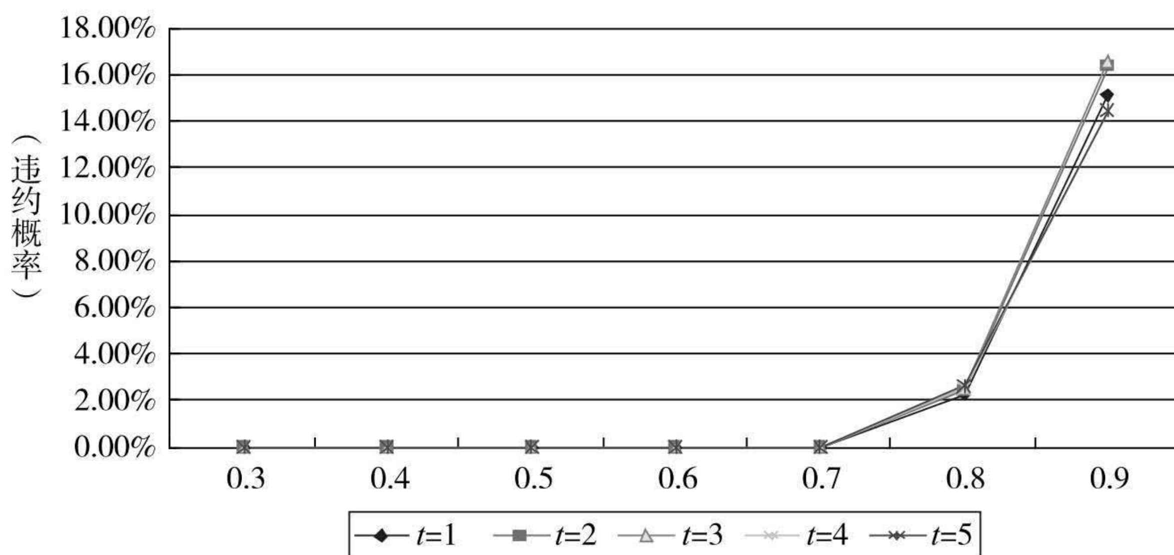


图10-5 北京市地方财政收入服从正态分布下的理论EDF

根据表10-11的结果可以得知，无论是哪年，北京市应偿还城投债余额都不应超过当年可担保地方财政收入的0.7倍。具体来看，2010年

北京市需偿还的城投债规模不应高于944亿元，2011年北京市需偿还的城投债规模不应高于1 123亿元，2012年北京市需偿还的城投债规模不应高于1 336亿元，2013年北京市需偿还的城投债规模不应高于1 589亿元，2014年北京市需偿还的城投债规模不应高于1 889亿元。

第11章 研究结论与展望

【本章概要】

本章主要总结本书的研究结论，并结合实践，提出相关政策建议以及未来研究展望。

【本章重要问题】

- 本书研究结论。
- 未来的研究展望。

11.1 研究结论

1.中国城投债的产生背景

从根本上来看，中国地方政府之所以发行城投债进行融资主要是在中国分税制财税体制下，中央和地方的事权和财权的分配出现了事实上的事权重心下移而财权重心上移，从而导致了地方政府事权和财权的严重不对等，同时，中国转移支付制度尚不完善，因此，在中国城市化加快发展阶段，地方基础设施建设投入较大，从而导致大部分地方政府可支配财力远远无法满足庞大的资金需求，唯有寻求外部融资。而《中华人民共和国预算法》（中华人民共和国主席令〔1994〕第21号）却明文规定中国地方政府不得举债，因此，地方政府通过设立城投公司发行城投债在资本市场上进行融资便成为常态。

2.城投债可以看做是中国式市政债券

中国城投债除没有特殊免税待遇外，在发行主体、募集资金用途和偿债资金来源方面都符合市政债券的特点，因此可以看做是中国式市政债券。

3.城投公司的主要资产及利润来源

中国城投公司都是由地方国资委、财政局或者人民政府以货币资金、土地使用权、国有股权以及国有资产等方式直接或间接出资设立的。为充分发挥城投公司的投融资功能，各地方政府将大量土地使用权以及公益性资产注入城投公司，从而使得土地使用权以及公益性资产成为城投公司主要资产。而由于缺乏经营性资产，城投公司主营业务盈利能力普遍较差，政府补贴收入是其主要利润来源。

4.中国城投债利差影响因素

笔者通过构建计量模型，选取了自2006年以来在证券交易所（含上海证券交易所和深圳证券交易所）上市的72期城投公司企业债券为研究样本，考察了中国城投债利差的影响因素。研究发现：债券信用等级、债券发行规模、债券到期剩余期限、特殊条款、无风险利率期限结构的斜率、GDP同比增长率（季度值）和债券流动性均对城投债利差有显著影响。

5.中国城投债评级

从评级框架来看，与一般企业（公司）债券评级一样，在对城投债进行评级时需要综合考虑城投公司主体信用等级状况以及增信方式的增信效果。

城投债的评级与一般企业（公司）债券的不同之处在于对城投公司主体信用等级的评定。城投公司作为地方政府的投融资平台，其设立背景及业务运作特点都与一般企业不同，因此，在对城投公司进行主体信用评级时，除考察其自身经营状况及财务实力外，还需要重点考察地方政府的财政实力、城投公司与地方政府的关系，以及地方政府对其支持力度。

中国城投公司主营业务能力普遍较弱，现金流稳定性较差，城投公司自身对债务的偿还能力较差，若城投公司发行无担保债券，信用风险较大，融资成本过高。因此，增信成为中国城投债顺利发行的基础，是城投债评级中的重要环节之一。然而，2007年10月12日，银监会向商业银行下发《关于有效防范企业债券担保风险的意见》（银监发〔2007〕75号），叫停银行担保之后，城投债增信问题日益突出。一方面，从目前市场情况来看，大多数城投债都是采用应收账款质押、土地使用权抵押以及企业担保的方式进行增信，虽然这些增信方式都取得了一定的增信效果，但与之前的银行担保相比，增信效果明

显下降。另一方面，应收账款质押和企业担保的增信方式都存在一定的局限性，其中，应收账款质押担保实质上相当于地方政府隐性担保，通过该增信方式增信后，城投债信用风险依然集中于地方政府内部，难以真正起到分散风险的作用；而第三方担保虽然将风险分摊给了第三者，但由于担保方往往为当地国有企业以及城投公司，并且还存在较多的互保现象，实质上未能起到分散风险的作用。鉴于此，笔者建议在中国推行债券保险制度，由实力强大的专门服务于债券市场的债券保险公司来对城投债提供担保。

6.中国城投债信用风险来源

城投债信用风险除了一般企业（公司）债券所具有的宏观经济风险、行业风险和政策风险之外，还包含了城投债的特有风险，这种特有风险主要体现在其经营与财务风险、地方政府信用缺失的制度性风险以及地方财政风险三个方面。

（1）由于城投公司主要从事城市基础设施项目建设等公共事业类业务，公益性和非营利性特征明显，因此普遍存在主营业务盈利能力偏弱和缺乏经营性净现金流等问题，经营和财务风险突出。

（2）由于城投公司定位尚不明晰，与地方政府之间的权责关系也不明确，因此，容易造成募集资金滥用的问题；此外，地方政府官员的任期制往往导致举债决策人与偿债人不完全统一，制度性风险较大。

（3）由于中国大部分城投公司盈利能力较差，难有足够的资金偿还债务本息，因此，城投债最终仍需动用地方财政资金来偿还，要么以财政补贴的形式体现，要么债务本息直接由地方财政承担。因此，地方财政的风险直接构成了城投债的风险。

7.中国地方政府财政风险形成机理

地方政府财政风险主要表现在地方政府债务风险以及地方财政收支风险两方面。

（1）地方政府债务风险。地方政府债务风险的形成因素众多，笔者的研究发现：国有企业的分权以及中央政府与地方政府的财政分权是经济体制和财政体制改革所遗留的问题，也是地方政府债务风险形成的体制因素；而地方政府行为则是地方政府债务风险形成的直接因素。笔者分别构建了地方政府债务预算最大化模型和地方政府官员效用最大化模型，对地方政府行为对地方政府债务风险的影响进行了研究。研究结果发现，在两种模型下，地方政府均有过度举债的偏好。

（2）地方财政收支风险。地方财政收支风险主要由地方财政收入的有限性和地方财政支出的扩张性所引起。分税制改革后，地方政府事权和财权越来越不对等，地方政府财政支出压力越来越大，在目前中国有效的财政收入增长机制尚未建立的情况下，地方财政收支风险凸显。

8.地方政府债务管理中存在较多的问题

中国地方政府债务管理存在的问题突出体现在融资以及债务统计两方面。从融资方面来看，中国地方政府的融资活动长期缺乏统一的规范化管理，处于自发寻求融资渠道和变相发债的状态，举债主体混乱，并且产生了大量不负责任的短期行为，再加上偿债责任的不明确，导致地方政府债务风险剧增。从债务统计方面来看：首先，地方政府债务既包括显性负债和直接负债，也包括或有负债和隐性负债，然而，中国目前的政府会计遵循收付实现制的原则，只能核算当期实际收到现金的直接显性负债，财政负债核算范围过窄。其次，由于各地没有对地方政府举债实行归口管理，并且地方政府债务统计口径尚不统一，从而导致地方政府债务状况不清晰。此外，中国目前尚未建立地方政府债务风险预警机制，不利于地方政府债务风险的控制。

9.中国城投债市场尚存在一些突出问题

城投债的出现在一定程度上缓解了地方政府基础建设资金缺乏的难题，促进了城市基础建设。但受制度环境等因素的影响，依然存在着一些比较突出的问题，主要体现在多头监管、缺乏相关的法律法规、设立主体比较混乱、增信方式单一、税收制度不合理、信息披露不透明、结构失调以及注入资产被高估等问题。

10.“国发〔2010〕19号文”给中国城投债市场、地方政府融资及城市化进程带来的影响

“国发〔2010〕19号文”的出台给城投债发行主体、评级以及资产注入三个方面带来了重大影响。

发行主体方面，“国发〔2010〕19号文”明确规定只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还债务的城投公司今后不得再承担融资任务，并且还规定对于同时承担公益性项目融资任务和公益性项目建设、运营任务的城投公司，要剥离融资业务，不再保留融资平台职能。这些规定将大部分临时搭建的、主营业务薄弱的城投公司都排除在发债的门槛之外。

“国发〔2010〕19号文”对城投债评级的影响主要体现在对增信方式的限制上。根据“国发〔2010〕19号文”的相关规定，BT应收账款质押、一级土地抵押、地方融资平台担保、政府专项偿债基金和政府承诺等方式将不能用于为城投债增信。这将使得大量城投公司由于无法找到合适的增信方式而难以成功发行债券，或者导致发行利率过高等问题。

资产注入方面，“国发〔2010〕19号文”明确规定：今后地方政府设立融资平台需要注入足额的资本金，学校、医院和公园等公益性资产不得作为资本金注入城投公司。由于公益性资产无法注入城投公

司，城投公司资产规模将受到较大的限制，从而影响其在资本市场的融资能力。

由于“国发〔2010〕19号文”的调控力度过大，地方融资平台将出现资金“断流”，继而波及在建工程的后续投资。目前中国城市化正处于高速发展阶段，这也意味着地方政府必须为更多、更高的公共服务提供资金支持。在现阶段不允许地方政府直接发行债券的情况下，“国发〔2010〕19号文”的出台将切断地方政府融资平台资金来源，大大降低地方政府的融资能力，长远来看，将减缓中国城市化进程的步伐。

11.中国城投债未来发展建议

首先，城投公司在经营模式、经营领域、盈利能力、募集资金用途以及偿债来源等方面都与普通企业有着较大的区别，因此建议将城投债作为一个独特的债券品种。目前中国的城投债实质上是市政债券的一种过渡产品，若将城投债按普通企业债的标准和模式来管理，将不利于城投债的长远发展。

其次，应继续稳步推进城投债市场发展，并逐步将其规范发展成为符合中国国情的市政债券。目前中国直接融资比例严重偏低，国务院曾多次要求大力发展债券市场，因此，城投债发行仍需稳步推进。但需做到以下几点：第一，禁止政府提供直接、间接担保；第二，城投公司资产要做实，无效资产不能注入城投公司；第三，项目应有经营性收入，政府BT项目可以视作经营性收入；第四，为防范城投债风险，对于债务率超过100%的地区，应禁止其发行城投债。

再次，除发行城投债外，地方政府还可以通过资产证券化或者集合发债等市场化手段进行融资，以加大地方政府直接融资比重，降低地方政府债务风险。此外，笔者还建议构建“城市美”公司来收购银行对地方政府的基础设施建设项目贷款或地方融资平台应收地方政府的

BT应收账款，以降低银行系统风险，并提高地方融资平台资产流动性。

最后，健全城投债相关法律法规，完善城投债税收制度，并逐步向市政债券过渡。

11.2 中国城投债展望

虽然本书从理论和实务方面对中国城投债进行了较为系统的研究，但在本书的撰写过程中，笔者发现仍有一些问题值得进一步深入研究：

（1）在城投债定价方面，由于目前样本较少，可能会在一定程度上影响定价模型，因此，未来待样本充足时，可进行进一步的研究。

（2）在城投债增信方面，本书建议在中国引入债券保险制度，由实力强大的债券保险公司为城投债提供担保。但如何建立规范、有效的债券保险制度，有待进一步研究。

（3）本书对地方政府债务的形成机理及债务管理中存在的问题进行了系统性分析，却未建立模型对地方政府债务风险进行度量，未来可进行进一步研究。

（4）本书提出了将城投债规范发展成为适合中国国情的市政债券的观点，但如何规范发展，有待进一步研究。

附录

附录1
中国城投公司债券发行情况

表1 截至2010年6月30日中国城投公司企业债券发行情况①

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
上海市城市建设投资开发总公司②	97 浦东建设债券	1997－1－23	5	5	AAA	AAA	12.50	无担保
上海市城市建设投资开发总公司	98 浦东建设债券	1998－2－27	5	3	AAA	AAA	8.00	第三方担保
上海市城市建设投资开发总公司	98 浦东建设债券	1998－2－27	5	5	AAA	AAA	9.00	第三方担保
上海市城市建设投资开发总公司	上海市政建设债券（一期）	1998－3－30	3	3	AAA	AAA	8.00	第三方担保
上海市城市建设投资开发总公司	上海市政建设债券（一期）	1998－3－30	3	5	AAA	AAA	9.00	第三方担保
湖南省经济建设投资公司	湖南建设	1998－9－5	1	3	－	AA＋	6.93	第三方担保
大连市建设投资公司	98 大连建设债券	1998－10－6	2	3	－	AA＋	6.93	第三方担保
上海市城市建设投资开发总公司	99 浦东建设债券	1999－2－3	5	5	AAA	AAA	6.20	第三方担保
江苏交通投资公司	1998 年江苏交通投资公司企业债券	1999－3－8	2	3	－	AA＋	5.70	第三方担保

①1997年之前数据无法取得。

②1993年4月15日发行了第一只城投债券。

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
上海市城市建设投资开发总公司	1998 年上海市城市建设债券	1999－11－29	8	8	AAA	AAA	4.32	第三方担保
上海市城市建设投资开发总公司	2000 年浦东建设债券	2000－4－5	5	5	AAA	AAA	4.00	第三方担保
云南省曲靖高速公路开发有限公司	云南省 98 公路建设债券	2000－4－16	4	5	－	AA＋	－	第三方担保
四川省投资集团有限责任公司	99 川投债	2000－6－29	1	3	－	AAA	3.78	第三方担保
上海市城市建设投资开发总公司	1999 年上海城市建设债券	2000－11－28	10	5	AAA	AAA	4.00	第三方担保
重庆市城市建设投资公司	02 渝城投	2002－12－9	15	10	AA＋	AAA	4.32	银行担保
江苏交通控股有限公司	02 苏交通	2002－12－12	15	15	AA＋	AAA	4.51	银行担保
上海浦东发展（集团）有限公司	03 浦发债	2003－1－13	15	10	－	AAA	4.29	银行担保
上海久事公司	03 沪轨道	2003－2－19	40	15	－	AAA	4.51	银行担保
苏州工业园区地产经营管理公司	03 苏园建	2003－7－18	10	10	－	AAA	4.30	银行担保
江苏交通控股有限公司	03 苏交通债	2003－11－21	18	10	－	AAA	4.61	银行担保
浙江省交通投资集团有限公司	04 浙交通债	2004－12－14	14	7	AAA	AAA	5.30	银行担保
北京市基础设施投资有限公司	04 京地铁	2004－12－15	20	10	－	AAA	5.24	银行担保
重庆水务集团股份有限公司	05 渝水务	2005－4－26	17	10	－	AAA	5.05	银行担保
苏州工业园区地产经营管理公司	05 苏园建	2005－5－19	12	10	－	AAA	5.05	银行担保
杭州市城市建设发展有限公司	05 杭城建债	2005－6－20	10	10	－	AAA	5.02	银行担保
上海市城市建设投资开发总公司	05 沪建设（1）	2005－7－27	20	10	AAA	AAA	4.98	银行担保
上海市城市建设投资开发总公司	05 沪建设（2）	2005－7－27	10	15	AAA	AAA	5.18	银行担保
四川省投资集团有限责任公司	05 川投资 01	2005－11－4	10	10	－	AAA	4.50	银行担保
四川省投资集团有限责任公司	05 川投资 02	2005－11－4	10	15	－	AAA	4.80	银行担保
广西投资集团有限公司	05 桂投债	2005－12－15	10	10	－	AAA	4.65	银行担保
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	05 武城投债	2005－12－26	10	15	AA＋	AAA	4.70	银行担保
河南投资集团有限公司	06 豫投债	2006－1－19	10	10	AA	AAA	4.30	银行担保
重庆市城市建设投资公司	06 渝城投债	2006－1－20	20	10	AA＋	AAA	4.00	银行担保
嘉兴市高等级公路投资有限公司	06 嘉交通债	2006－2－6	25	10	－	AAA	4.35	银行担保
河北省建设投资公司	06 冀建投债	2006－3－28	10	20	AA＋	AAA	4.18	银行担保
重庆市开发投资有限公司	06 渝开投债	2006－4－19	10	10	－	AAA	4.00	银行担保
北京市基础设施投资有限公司	06 京投债	2006－4－25	20	10	AAA	AAA	2.28	银行担保
上海张江（集团）有限公司	06 张江债	2006－5－19	6	7	AA	AAA	4.00	银行担保
上海水务资产经营发展有限公司	06 沪水务债	2006－6－29	15	15	AA＋	AAA	4.25	银行担保
长春城市开发（集团）有限公司	06 长春城开债	2006－7－19	8	10	AA	AAA	4.35	银行担保
安徽省投资集团有限责任公司	06 皖投债	2006－8－15	10	10	－	AAA	4.10	银行担保
江西省投资集团公司	06 赣投债	2006－9－11	8	15	－	AAA	4.38	银行担保
合肥城建投资控股有限公司	06 合城投债	2006－9－20	10	10	－	AAA	4.32	银行担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
长沙市城市建设投资开发有限责任公司	06 长沙城投债	2006－12－13	10	10	－	AAA	4.15	银行担保
河南投资集团有限公司	07 豫投债 1	2007－5－17	5	15	AA	AAA	4.50	银行担保
河南投资集团有限公司	07 豫投债 2	2007－5－17	15	20	AA	AAA	4.62	银行担保
北京控股集团有限公司	07 北控债	2007－6－5	10	10	AA	AAA	4.55	银行担保
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	07 津城投债	2007－6－11	12	10	AAA	AAA	4.55	银行担保
天津保税区投资有限公司	07 天保投资债	2007－6－19	12	10	AA	AAA	4.70	银行担保
重庆交通旅游投资集团有限公司	07 渝交通债	2007－6－21	12	10	AA	AAA	4.80	银行担保
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	07 武城投债	2007－6－27	6	15	AA＋	AAA	5.03	银行担保
重庆市能源投资集团公司	07 渝能源债	2007－7－4	8	10	AA	AAA	5.20	银行担保
湖州市交通投资集团有限公司	07 湖交投债	2007－7－17	15	15	AA－	AAA	5.48	银行担保
河北省建设投资公司	07 冀建投债	2007－7－17	18	15	AA＋	AAA	5.50	银行担保
上海市城市建设投资开发总公司	07 沪建债	2007－7－31	12	15	AAA	AAA	5.48	银行担保
广东省交通集团有限公司	07 粤交通债	2007－8－7	10	10	AAA	AAA	5.20	银行担保
上虞市交通投资公司	07 虞交通债	2007－8－9	8	15	A	AAA	5.73	银行担保
芜湖市建设投资有限公司	07 芜湖建投债	2007－8－27	10	10	AA	AAA	5.25	银行担保
宁波城建投资控股有限公司	07 甬城投债	2007－8－27	6	10	AA	AAA	5.30	银行担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
宁夏交通投资有限公司	07 宁交通债	2007－9－6	8	15	AA－	AAA	5.35	银行担保
常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司	07 常高新债	2007－9－13	10	10	AA－	AAA	5.35	银行担保
柳州市城市投资建设发展有限公司	07 柳州城投债	2007－9－21	10	10	AA－	AAA	5.51	银行担保
台州市基础设施建设投资有限公司	07 台基投债	2007－9－21	8	10	A＋	AAA	5.69	银行担保
苏州城市建设投资发展有限责任公司	07 苏城投债	2007－11－13	6	10	AA	AAA	5.90	银行担保
南京公用控股（集团）有限公司	07 宁公控债	2007－11－14	18.5	10	AA	AAA	5.70	银行担保
北京城建投资发展股份有限公司	07 京城建债	2007－11－21	5	7	A＋	AA	6.08	银行担保
安庆市城市建设投资发展（集团）有限公司	07 宜城投债	2007－11－30	8	10	AA－	AAA	6.08	银行担保
泸州市兴泸投资集团有限公司	08 兴泸债	2008－2－26	7	10	A＋	AA＋	5.95	银行担保
昆明市城建投资开发有限责任公司	08 昆建债	2008－4－2	15	5	AA	AA＋	6.12	第三方担保
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	08 西基投债	2008－4－2	15	5	AA	AA	6.70	第三方担保
江苏连云发展集团有限公司	08 连云发展债	2008－7－22	10	7	AA－	AA＋	7.85	抵押担保
宁波交通投资控股有限公司	08 甬交投债	2008－7－22	8	5	AA	AA＋	6.90	第三方担保
铁岭公共资产投资运营有限公司	08 铁岭债	2008－8－21	6	7	AA－	AA	8.35	质押担保
诸城市经济开发投资公司	08 诸城企业债	2008－8－25	8	10	A＋	AA	7.50	抵押担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
嘉兴城市建设投资有限公司	08 嘉城投债	2008－8－27	17	7	AA－	AA＋	7.05	第三方担保
合肥市建设投资控股（集团）有限公司	08 合肥建投债	2008－8－28	17	10	AA＋	AAA	6.91	质押担保
天津保税区投资有限公司	08 天保投资债	2008－9－5	28	7	AA	AA	7.00	质押担保
北京市基础设施投资有限公司	08 京投债	2008－9－5	20	5	AAA	AAA	5.20	政府财政支持
上海市城市建设投资开发总公司	08 沪建债 01	2008－9－8	30	10	AAA	AAA	5.40	第三方担保
上海市城市建设投资开发总公司	08 沪建债 02	2008－9－8	30	15	AAA	AAA	5.50	第三方担保
常州市城市建设（集团）有限公司	08 常城建债	2008－9－24	25	7	AA	AA＋	6.30	第三方担保
无锡市市政公用产业集团有限公司	08 无锡公用债	2008－10－7	22	3	AA	AA	6.16	专项偿债基金
苏州高新区经济发展集团总公司	08 苏高新债	2008－10－9	10	5	AA	AAA	6.14	质押担保
重庆市城市建设投资公司	08 渝城投债	2008－10－22	30	5	AA＋	AAA	5.30	专项偿债基金
云南省投资控股集团有限公司	08 云投债	2008－10－22	15	5	AA	AA	5.40	第三方担保
江苏交通控股有限公司	08 苏交通债	2008－11－18	25	5	AA＋	AAA	4.95	第三方担保
重庆交通旅游投资集团有限公司	08 渝交通债	2008－12－10	15	7	AA	AA	6.30	第三方担保
西宁城市投资管理有限公司	08 西宁城投债	2008－12－16	10	7	AA－	AA	6.38	第三方担保
长兴县交通建设投资公司	08 长兴债	2009－1－6	15	7	A＋	AA	8.13	抵押担保
重庆渝隆资产经营（集团）有限公司	09 渝隆债	2009－1－15	10	7	AA	AA	7.08	质押担保
临安市城建发展有限公司	09 临安城建债	2009－1－19	6	5	A＋	AA＋	5.04	第三方担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
绍兴市水务集团有限公司	09 绍兴水务债	2009－2－9	15	7	AA－	AA＋	5.78	第三方担保
呼和浩特春华水务开发有限责任公司	09 春华债	2009－2－11	10	7	AA	AA＋	6.08	质押担保
怀化市城市建设投资有限公司	09 怀化城投债	2009－2－18	13	10	A＋	AA	8.10	抵押担保
杭州余杭城市建设集团有限公司	09 余城建债	2009－2－20	10	5	AA－	AA＋	5.04	第三方担保
合肥海恒投资控股集团公司	09 合海恒债	2009－2－27	10	7	AA	AA	5.80	第三方担保
六安城市建设投资有限公司	09 六安城投债	2009－3－2	15	7	A＋	AA	7.10	抵押担保
长春城市开发（集团）有限公司	09 长春城开债	2009－3－9	12	7	AA	AA＋	6.08	质押担保
铜陵市城市建设投资开发有限责任公司	09 铜城投债 01	2009－3－10	5	6	AA－	AA	6.95	质押担保
铜陵市城市建设投资开发有限责任公司	09 铜城投债 02	2009－3－10	10	7	AA－	AA	5.90	第三方担保
哈尔滨市城市建设投资集团有限公司	09 哈城投债	2009－3－12	20	10	AA	AA	7.08	第三方担保
芜湖市建设投资有限公司	09 芜湖建投债	2009－3－23	10	6	AA	AA	4.25	专项偿债基金
兰州市城市发展投资有限公司	09 兰城投债	2009－3－24	15	7	AA	AA	5.00	第三方担保
天津滨海发展投资控股有限公司	09 津滨投债	2009－3－24	5	6	A＋	A＋	7.10	第三方担保
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	09 津城投 1	2009－3－25	15	3	AA＋	AAA	3.02	质押担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	09 津城投 2	2009－3－25	20	5	AA＋	AAA	3.75	质押担保
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	09 津城投 3	2009－3－25	25	7	AA＋	AAA	4.78	质押担保
浙江省交通投资集团有限公司	09 浙交投债	2009－3－25	30	10	AA＋	AAA	3.88	第三方担保
济南市城市建设投资有限公司	09 济城建债	2009－3－26	15	10	AA	AA＋	4.78	第三方担保
海盐县国有资产经营有限公司	09 盐国资债	2009－3－30	10	7	A＋	AA	7.16	抵押担保
昆山市创业控股有限公司	09 昆创控债	2009－3－30	20	7	AA	AAA	4.70	质押担保
镇江市城市建设投资公司	09 镇城投债	2009－3－30	10	6	AA－	AA＋	5.85	质押担保
滁州市交通基础设施开发建设有限公司	09 滁交基债	2009－4－7	5	7	A	A＋	7.90	第三方担保
绵阳市投资控股（集团）有限公司	09 绵阳投控债	2009－4－8	15	7	AA	AA＋	5.85	第三方担保
吴江市东方国有资产经营有限公司	09 吴国资债	2009－4－10	8	7	AA－	AA＋	5.18	质押担保
绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司	09 轻纺城债	2009－4－10	15	6	AA－	AA	4.95	风险准备金
杭州市城市建设投资集团有限公司	09 杭城投债	2009－4－14	22	6	AA＋	AA＋	4.35	专项偿债基金
潍坊市投资公司	09 潍投债	2009－4－15	7	10	AA－	AA	5.88	质押担保
河南投资集团有限公司	09 豫投债	2009－4－15	15	10	AA	AA	4.85	专项偿债基金
池州城市经营投资有限公司	09 池城投债	2009－4－20	5	7	A＋	AA	7.38	质押担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
福建漳龙实业有限公司	09 闽漳龙债	2009－4－24	10	6	AA－	AA	5.88	质押担保
淄博市城市资产运营有限公司	09 淄博城运债	2009－4－27	15	10	AA	AA＋	5.45	质押担保
昆明滇池投资有限责任公司	09 昆明滇投债	2009－4－27	8	6	AA－	AA	5.90	第三方担保
海宁市资产经营公司	09 海宁国资债	2009－4－27	12	7	AA－	AA	5.50	第三方担保
柳州市投资控股有限公司	09 柳州投控债	2009－4－28	14	10	AA－	AA	6.55	第三方担保
桐乡市城市建设投资有限公司	09 桐城投债	2009－4－29	12	7	AA－	AA	5.58	第三方担保
中新苏州工业园区创业投资有限公司	09 苏创投债	2009－4－30	5	7	A＋	AA	6.70	第三方担保
厦门海沧投资集团有限公司	09 海投债	2009－4－30	6	7	AA－	AA	5.88	抵押担保
岳阳市城市建设投资有限公司	09 岳城建债	2009－4－30	10	6	AA－	AA	5.88	质押担保
南京市交通建设投资控股（集团）有限责任公司	09 南京交通债	2009－5－7	10	7	AA	AA＋	5.23	质押担保
扬州经济开发区开发总公司	09 扬州开发债	2009－5－12	8	7	AA－	AA	5.80	质押担保
河北省建设投资公司	09 冀建投债 01	2009－5－18	10	7	AA＋	AAA	4.85	第三方担保
河北省建设投资公司	09 冀建投债 02	2009－5－18	10	10	AA＋	AAA	5.05	第三方担保
湖州市交通投资集团有限公司	09 湖交投债	2009－5－21	15	7	AA－	AA＋	5.48	抵押担保
长沙经济技术开发有限公司	09 长经开债	2009－5－22	6	6	A＋	AA	6.60	抵押担保
青州市宏源公有资产经营有限公司	09 青州企业债	2009－5－22	6	10	A＋	AA	6.50	抵押担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位:%）	增信方式
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	09 武城投债	2009－5－25	15	10	AA＋	AA＋	4.72	政府财政支持
无锡市新区经济发展集团总公司	09 锡经发债	2009－5－25	8	6	AA－	AA＋	5.90	质押担保
湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	09 潭城建债	2009－6－1	9	6	AA－	AA	5.89	质押担保
北京国有资本经营管理中心	09 京国资债 01	2009－6－2	80	7	AAA	AAA	4.10	第三方担保
北京国有资本经营管理中心	09 京国资债 02	2009－6－2	70	10	AAA	AAA	4.45	第三方担保
丹阳市城建交通投资有限公司	09 丹阳城投债	2009－6－3	6	7	A＋	AA	6.30	第三方担保
常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司	09 常高新债	2009－6－4	15	10	AA－	AA＋	5.20	第三方担保
成都工业投资集团有限公司	09 蓉工投债	2009－6－4	15	7	AA	AAA	5.08	质押担保
成都市兴蓉投资有限公司	09 兴蓉债	2009－6－5	10	6	AA	AAA	3.98	第三方担保
宁波城建投资控股有限公司	09 甬城投债	2009－6－9	10	7	AA	AA＋	4.79	第三方担保
常州市武进城市建设投资有限责任公司	09 武进城投债	2009－6－9	22	7	AA	AAA	5.42	第三方担保
赣州发展投资控股集团有限责任公司	09 赣州发展债	2009－6－16	15	7	AA	AAA	5.58	质押担保
淮南市城市建设投资有限责任公司	09 淮南城投债	2009－6－26	15	7	AA－	AA＋	5.88	抵押担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位:%）	增信方式
天津临港工业区建设开发有限责任公司	09 津临港债	2009－6－26	8	7	AA－	AA＋	6.00	专项偿债基金
常州投资集团有限公司	09 常州投资债	2009－7－1	20	7	AA	AAA	5.80	第三方担保
无锡市交通产业集团有限公司	09 无锡交通债	2009－7－8	20	7	AA－	AA	5.58	第三方担保
合肥市建设投资控股（集团）有限公司	09 合肥建投债	2009－7－8	20	5	AA＋	AAA	5.04	质押担保
上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司	09 申江债	2009－7－22	7	5	AA＋	AA＋	4.50	第三方担保
扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司	09 扬城建债	2009－7－23	20	7	AA	AAA	5.94	质押担保
上虞市水处理发展有限责任公司	09 虞水债	2009－7－31	8	7	A＋	AA	6.80	抵押担保、质押担保
山西省交通建设开发投资总公司	09 晋交投债	2009－8－5	20	10	AA	AA	5.80	政府财政支持
上海浦东发展（集团）有限公司	09 浦发债	2009－8－11	15	5	AA＋	AA＋	4.30	专项偿债基金
南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司	09 宁城建债	2009－8－25	26	10	AA＋	AA＋	5.20	政府流动性支持
株洲市城市建设投资经营有限公司	09 株城投债	2009－8－28	15	7	AA－	AA＋	7.00	质押担保
上海外高桥（集团）有限公司	09 外高桥债	2009－9－4	9	5	AA	AAA	4.20	第三方担保
合肥鑫城国有资产经营有限公司	09 合肥鑫城债	2009－9－7	10	6	AA－	AA＋	6.00	第三方担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
伊春市城市建设投资开发有限责任公司	09 伊城投债	2009－9－7	12	6	A＋	AA－	7.05	质押担保
江阴城市建设投资有限公司	09 江阴城投债	2009－9－15	25	7	AA	AA＋	6.90	质押担保
兖州市惠民城建投资有限公司	09 兖城投债	2009－9－23	10	7	AA－	AA	6.80	第三方担保
咸阳市城市建设投资有限公司	09 咸城投债	2009－9－30	18	10	AA－	AA	7.60	抵押担保、质押担保
苏州汾湖投资集团有限公司	09 汾湖债	2009－10－22	10	8	AA－	AA＋	7.00	质押担保
南宁建宁水务投资集团有限责任公司	09 邕水务	2009－10－26	9	7	AA	AAA	7.50	质押担保
绍兴市交通投资集团有限公司	09 绍交投债	2009－10－27	20	7	AA	AAA	6.60	第三方担保
吉安市城市建设投资开发公司	09 吉安城投债	2009－10－28	15	7	AA	AA＋	7.95	质押担保
临海市基础设施投资有限公司	09 临海债	2009－11－6	10	7	A＋	AA	7.98	抵押担保
福州市交通建设投资有限公司	09 福州交通债	2009－11－10	8	7	AA	AA＋	5.98	第三方担保
江苏新海连发展有限公司	09 新海连债	2009－11－11	15	7	AA	AA＋	7.20	质押担保
重庆高速公路集团有限公司	09 渝高速债	2009－11－12	28	10	AA＋	AA＋	5.10	政府财政支持
温岭市投资发展有限公司	09 温投债	2009－11－12	12	7	AA－	AA	7.35	第三方担保
南通国有资产投资控股有限公司	09 南通国投债	2009－11－13	23	7	AA	AA＋	6.72	第三方担保
衡阳市城市建设投资有限公司	09 衡城投债	2009－11－16	15	7	AA－	AA＋	7.06	抵押担保
黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司	09 鹤城投债	2009－11－17	12	7	A＋	AA	7.78	质押担保、抵押担保
益阳市城市建设投资开发有限责任公司	09 益阳城投债	2009－11－19	9	7	AA－	AA	8.20	质押担保、抵押担保
广西投资集团有限公司	09 桂投债	2009－11－19	10	5	AA	AA	5.00	专项偿债基金
安庆市城市建设投资发展（集团）有限公司	09 宜城投债	2009－11－25	12	7	AA－	AA＋	7.00	抵押担保
沈阳农业高新区国有资产经营有限公司	09 沈国资债	2009－11－27	12	7	AA－	AA	7.30	质押担保
嘉兴市高等级公路投资有限公司	09 嘉高投债	2009－12－2	10	10	AA	AA＋	6.20	第三方担保
宿州市建设投资有限责任公司	09 宿建投债	2009－12－3	8	7	AA－	AA＋	7.48	抵押担保、质押担保
亳州城市建设投资有限责任公司	09 亳州债	2009－12－8	10	7	AA－	AA	7.32	第三方担保
盘锦建设投资有限责任公司	09 盘锦建投债	2009－12－16	10	7	AA－	AA	7.70	质押担保
嘉善县国有资产投资有限公司	09 嘉善债	2009－12－16	13	7	AA－	AA＋	7.20	第三方担保
福州建工（集团）总公司	09 榕建总债	2009－12－16	10	7	AA	AA＋	6.48	抵押担保
镇江新区经济开发总公司	09 镇江新区债	2009－12－18	14	7	AA	AA＋	6.50	质押担保
九江市城市建设投资有限公司	09 九城投债	2009－12－18	12	7	AA－	AA＋	7.10	质押担保
淮安市城市资产经营有限公司	09 淮城资债	2009－12－21	15	7	AA	AA＋	7.15	质押担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位:%）	增信方式
天津滨海新区建设投资集团有限公司	09 滨海建投债	2009－12－22	29	10	AA＋	AAA	5.38	第三方担保
铁岭公共资产投资运营有限公司	09 铁岭债	2009－12－22	15	10	AA－	AA＋	7.15	质押担保
上海久事公司	09 久事债	2009－12－29	20	10	AAA	AAA	5.08	第三方担保
青海省国有资产投资管理有限公司	09 青海国投债	2009－12－29	8	6	AA＋	AA＋	5.00	专项偿债基金
黄石城市建设投资开发公司	09 黄石城投债	2009－12－31	10	8	AA－	AA＋	6.98	质押担保、第三方担保
乌鲁木齐城市建设投资有限公司	10 乌城投债	2010－1－15	25	7	AA	AA＋	6.50	质押担保
江苏省太仓港港口开发建设投资公司	10 太仓港债	2010－1－21	6	10	AA－	AA	7.10	质押担保
郴州市城市建设投资经营有限责任公司	10 郴州债	2010－1－21	20	7	AA－	AA＋	7.10	第三方担保
长沙高新技术产业开发总公司	10 长高新债	2010－1－25	20	7	AA	AA＋	6.08	第三方担保
泰州市城市建设投资集团有限公司	10 泰州债	2010－1－25	10	7	AA	AA＋	6.90	质押担保
辽源市国有资产经营有限责任公司	10 辽源债	2010－1－26	10	7	A＋	AA	7.80	抵押担保
萍乡市城市建设投资发展公司	10 萍乡城投债	2010－1－27	8	7	AA－	AA＋	6.62	质押担保、抵押担保
巢湖城市建设投资有限公司	10 巢湖债	2010－1－28	12	7	AA－	AA	6.80	质押担保
北京市朝阳区国有资本经营管理中心	10 朝国资债 01	2010－2－1	10	6	AA＋	AAA	3.91	第三方担保
北京市朝阳区国有资本经营管理中心	10 朝国资债 02	2010－2－1	15	7	AA＋	AAA	4.53	第三方担保
北京市顺义区国有资本经营管理中心	10 顺国资债 01	2010－2－1	15	5	AA＋	AAA	3.91	第三方担保
北京市顺义区国有资本经营管理中心	10 顺国资债 02	2010－2－1	10	7	AA＋	AAA	4.53	第三方担保
南京市河西新城区国有资产经营控股（集团）有限责任公司	10 宁河西债	2010－2－3	10	7	AA	AA	6.40	第三方担保
贵州省开发投资有限责任公司	10 贵投债	2010－2－3	5	6	AA－	AA－	6.90	第三方担保
黄山市城市建设投资（集团）有限公司	10 黄山债	2010－2－9	6	7	A＋	AA	7.08	质押担保
广州市建设投资发展有限公司	10 广州建投债	2010－2－26	28	10	AA＋	AAA	5.00	专项偿债基金
天津海泰控股集团有限公司	10 津海泰债	2010－3－8	15	7	AA	AA＋	5.86	质押担保
银川市城市建设投资控股有限公司	10 银城投债	2010－3－9	15	7	AA	AA＋	6.28	质押担保
阜阳市城市建设投资有限公司	10 阜阳城投债	2010－3－9	10	6	AA－	AA＋	6.18	质押担保
佳木斯市新时代城市基础设施建设投资（集团）有限公司	10 佳城投债	2010－3－9	10	7	AA－	AA＋	7.88	质押担保
南昌市红谷滩城市投资集团有限公司	10 红谷城投债	2010－3－9	8	7	AA－	AA	6.90	抵押担保

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
常德市经济建设投资集团有限公司	10 常德经投债	2010－3－12	15	10	AA－	AA＋	6.10	质押担保
合肥高新技术产业开发区科技实业发展公司	10 合肥高新债	2010－3－12	15	10	AA	AA＋	6.90	质押担保
天津保税区投资有限公司	10 天保投资债	2010－3－15	20	10	AA	AA＋	4.99	第三方担保
临沂市城市建设投资开发有限公司	10 临沂城投债	2010－3－24	10	10	AA	AA＋	6.80	第三方担保
淮安开发控股有限公司	10 淮开控债	2010－3－24	12	7	AA－	AA	6.80	质押担保
扬中市城市建设投资发展总公司	10 扬中城投债	2010－3－26	10	8	A＋	AA	7.10	质押担保
漯河市城市建设投资有限公司	10 漯河城投债	2010－3－30	10	7	AA－	AA	6.81	专项偿债基金
内蒙古高新控股有限公司	10 内蒙高新债	2010－4－29	8	6	AA	AA＋	6.82	质押担保
宜春市城市建设投资开发总公司	10 宜春城投债	2010－4－30	10	7	AA	AA＋	6.36	质押担保
钦州市开发投资集团有限公司	10 钦州开投债	2010－4－30	8	7	AA－	AA	6.72	质押担保
南昌城市建设投资发展有限公司	10 南昌城投债	2010－4－30	12	7	AA	AA＋	6.13	抵押担保
镇江市水利投资公司	10 镇江水投债	2010－5－6	20	7	AA	AA＋	5.86	第三方担保
鞍山市城市建设投资发展有限公司	10 鞍山城投债	2010－5－6	20	10	AA	AA＋	5.66	质押担保
鄂尔多斯市国有资产投资经营有限责任公司	10 鄂国资债	2010－5－11	28	10	AA	AA	6.08	专项偿债基金
抚顺市城建投资有限公司	10 抚顺城投债	2010－5－11	15	8	AA	AA＋	5.95	质押担保
金坛市建设资产经营有限公司	10 金坛债	2010－5－12	8	7	AA－	AA＋	6.20	第三方担保
赤峰市城市基础设施投资开发有限公司	10 赤城投债	2010－5－18	12	7	AA	AA＋	6.18	质押担保
南通产业控股集团有限公司	10 南通产控债	2010－5－18	8	6	AA	AA	5.27	无担保
襄樊市建设投资经营有限公司	10 襄投债	2010－5－19	10	8	AA	AA＋	5.70	质押担保
宜兴市城市发展投资有限公司	10 兴城投债	2010－5－20	15	6	AA	AA＋	5.08	质押担保
武汉高科国有控股集团有限公司	10 武汉高科债	2010－5－24	5	10	AA	AA＋	6.20	质押担保
长沙市城市建设投资开发有限责任公司	10 长沙城投债	2010－5－24	20	10	AA＋	AAA	5.50	质押担保
江苏交通控股有限公司	10 苏交通债	2010－6－1	25	6	AAA	AAA	3.40	无担保
重庆大晟资产经营（集团）有限公司	10 渝大晟债	2010－6－2	8	7	AA－	AA	5.78	质押担保
盐城东方投资开发集团有限公司	10 盐东方	2010－6－8	10	7	AA	AA＋	5.75	质押担保
营口市城市建设投资发展有限公司	10 营口债	2010－6－9	20	10	AA	AA＋	5.68	质押担保
天津市津能投资公司	10 津能债	2010－6－18	13	7	AA＋	AA＋	5.33	专项偿债基金

表2 截至2010年6月30日中国城投公司中期票据发行情况

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：年）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）	增信方式
上海市城市建设投资开发总公司	08 沪城投 MTN1	2008－12－22	30	5	AAA	AAA	3.95	无担保
北京市基础设施投资有限公司	09 京投 MTN1	2009－1－13	20	5	AAA	AAA	3.9	无担保
上海市城市建设投资开发总公司	09 沪城投 MTN1	2009－2－24	30	5	AAA	AAA	3.9	无担保
北京国有资本经营管理中心	09 京国资 MTN1	2009－3－9	100	5	AAA	AAA	3.48	无担保
上海久事公司	09 久事 MTN1	2009－3－9	50	8	AAA	AAA	4.3	无担保
北京市基础设施投资有限公司	09 京投 MTN2	2009－4－9	20	5	AAA	AAA	3.53	无担保
上海市城市建设投资开发总公司	09 沪城投 MTN2	2009－4－10	50	5	AAA	AAA	3.5	无担保
北京国有资本经营管理中心	09 京国资 MTN3	2009－6－30	50	5	AAA	AAA	3.79	无担保
北京国有资本经营管理中心	09 京国资 MTN2	2009－6－30	50	3	AAA	AAA	2.62	无担保
甘肃省国有资产投资集团有限公司	09 甘国投 MTN1	2009－8－25	100	5	AAA	AAA	3.8	无担保
广东省交通集团有限公司	09 粤交通 MTN1	2009－9－15	30	5	AAA	AAA	4.5	无担保
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	09 西基投 MTN1	2009－11－10	11	5	AA＋	AA＋	5.4	无担保
南京市国有资产投资管理控股（集团）有限责任公司	09 宁国资 MTN1	2009－12－24	10	5	AA＋	AA＋	4.64	无担保
北京市国有资产经营有限责任公司	10 京国资 MTN1	2010－1－14	15	3	AA＋	AA＋	3.97	无担保
广东省交通集团有限公司	10 粤交通 MTN1	2010－1－28	15	5	AAA	AAA	4.69	无担保
成都市兴蓉投资有限公司	10 兴蓉 MTN1	2010－3－3	10	3	AA＋	AA＋	4.45	无担保
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	10 汉城投 MTN1	2010－3－3	10	5	AA＋	AA＋	5.15	无担保
天津保税区投资控股集团有限公司	10 津保税 MTN1	2010－3－8	20	5	AA＋	AA＋	5.15	无担保
广州交通投资集团有限公司	10 交通 MTN1	2010－3－11	5	3	AA＋	AA＋	3.72	无担保
北京市基础设施投资有限公司	10 京投 MTN1	2010－3－11	20	3	AAA	AAA	3.87	无担保
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	10 西基投 MTN1	2010－3－18	10	5	AA＋	AA＋	4.93	无担保
广西投资集团有限公司	10 桂投资 MTN1	2010－3－29	18	5	AA	AAA	4.48	第三方担保
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	10 津城建 MTN1	2010－4－1	50	5	AAA	AAA	4.48	无担保
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	10 汉城投 MTN2	2010－4－6	10	5	AA＋	AA＋	4.93	无担保
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	10 津城投 MTN2	2010－4－20	50	5	AAA	AAA	4.48	无担保
上海同盛投资（集团）有限公司	10 同盛 MTN1	2010－5－28	20	5	AAA	AAA	3.58	无担保
广东省交通集团有限公司	10 粤交通 MTN2	2010－6－12	15	5	AAA	AAA	4.12	无担保

表3 截至2010年6月30日中国城投公司短期融资券发行情况

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：天）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）
广东省交通集团有限公司	05 粤交通 CP01	2005－8－5	30	365	AAA	A－1	2.92
江苏交通控股有限公司	05 苏交通 CP01	2005－8－16	10	365	AAA	A－1＋	2.92
江苏交通控股有限公司	05 苏交通 CP02	2005－8－25	10	365	AAA	A－1＋	2.92
江苏交通控股有限公司	05 苏交通 CP03	2005－10－26	10	365	AAA	A－1＋	2.92
江苏交通控股有限公司	05 苏交通 CP04	2005－11－25	10	365	AAA	A－1＋	2.92
上海浦东发展（集团）有限公司	05 浦发 CP01	2005－12－30	15	365	AA＋	A－1＋	3.21
江苏交通控股有限公司	06 苏交通 CP01	2006－3－7	10	365	AAA	A－1	3.20
北京市基础设施投资有限公司	06 京投 CP01	2006－11－13	10	365	AAA	A－1	3.68
上海浦东发展（集团）有限公司	06 浦发 CP01	2006－11－20	15	365	AA＋	A－1	3.90
杭州市城市建设投资集团有限公司	06 杭城建 CP01	2006－11－27	10	365	AA＋	A－1	3.75
杭州市城市建设投资集团有限公司	06 杭城建 CP02	2006－12－11	10	365	AA＋	A－1	3.80
广东省交通集团有限公司	06 粤交通 CP01	2006－12－20	20	365	AAA	A－1	3.84
天津泰达股份有限公司	06 津泰达 CP01	2006－12－22	3	272	A＋	A－1	4.08
天津泰达股份有限公司	06 津泰达 CP02	2006－12－22	3	365	A＋	A－1	4.15
江苏交通控股有限公司	07 苏交通 CP01	2007－4－20	30	365	AAA	A－1	3.58
苏州高新区经济发展集团总公司	07 苏高新 CP01	2007－4－29	10	365	AA	A－1	3.85
南京市国有资产投资管理控股（集团）有限责任公司	07 宁国资 CP01	2007－4－30	5	365	AA＋	A－1	3.83
江苏交通控股有限公司	07 苏交通 CP02	2007－5－31	25	365	AAA	A－1	3.63

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：天）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位：%）
杭州市城市建设投资集团有限公司	07 杭城建 CP01	2007－6－28	10	365	AA＋	A－1	3.73
北京市基础设施投资有限公司	07 京投 CP01	2007－6－29	20	365	AAA	A－1	3.78
武汉市水务集团有限公司	07 武水务 CP01	2007－7－9	10	365	AA	A－1	4.10
江苏交通控股有限公司	07 苏交通 CP03	2007－8－13	25	365	AAA	A－1	4.05
上海水务资产经营发展有限公司	07 沪水务 CP01	2007－8－14	15	365	AA＋	A－1	4.08
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	07 西基投 CP01	2007－9－13	8	365	AA＋	A－1	4.57
北京市基础设施投资有限公司	07 京投 CP02	2007－10－24	20	365	AAA	A－1	4.80
天津泰达股份有限公司	07 津泰达 CP01	2007－11－15	3	270	A＋	A－1	7.35
北京市国有资产经营有限责任公司	07 京国资 CP01	2007－12－6	10	365	AA＋	A－1	6.00
南京市国有资产投资管理控股（集团）有限责任公司	08 宁国资 CP01	2008－3－11	5	365	AA＋	A－1	5.80
苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	08 苏国资 CP01	2008－4－3	10	365	AA	A－1	5.58
杭州市城市建设投资集团有限公司	08 杭城建 CP01	2008－4－17	20	365	AA＋	A－1	5.20
上海水务资产经营发展有限公司	08 沪水务 CP01	2008－5－22	15	180	AA＋	A－1	4.98
杭州市城市建设投资集团有限公司	08 杭城建 CP02	2008－6－18	10	365	AA＋	A－1	5.05
上海浦东发展（集团）有限公司	08 浦发 CP01	2008－7－23	15	365	AA＋	A－1	5.20
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	08 西基投 CP01	2008－7－31	7	365	AA＋	A－1	5.20
北京市国有资产经营有限责任公司	08 京国资 CP01	2008－10－14	10	365	AA＋	A－1	4.90
北京市基础设施投资有限公司	08 京投 CP01	2008－12－25	10	365	AAA	A－1	2.20

发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：天）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位:%）
江苏交通控股有限公司	08 苏交通 CP01	2008－12－31	40	365	AAA	A－1	3.02
武汉市水务集团有限公司	09 武水务 CP01	2009－2－9	10	365	AA	A－1	3.50
江苏交通控股有限公司	09 苏交通 CP01	2009－3－11	28	365	AAA	A－1	1.96
北京市基础设施投资有限公司	09 京投 CP01	2009－3－16	30	365	AAA	A－1	1.60
广东省交通集团有限公司	09 粤交通 CP01	2009－4－21	20	365	AAA	A－1	1.88
南京市交通建设投资控股（集团）有限责任公司	09 宁交通 CP01	2009－4－22	6	365	AA＋	A－1	2.15
河南投资集团有限公司	09 豫投资 CP01	2009－5－20	10	365	AA	A－1	2.29
北京市政路桥建设控股（集团）有限公司	09 京市政 CP01	2009－6－9	6	365	AA－	A－1	2.82
上海城投控股股份有限公司	09 城控 CP01	2009－8－19	17	365	AA＋	A－1	2.70
上海浦东发展（集团）有限公司	09 浦发 CP01	2009－10－29	30	365	AA＋	A－1	2.85
河南投资集团有限公司	09 豫投资 CP02	2009－10－30	4	365	AA	A－1	3.26
上海城建（集团）公司	09 沪城建 CP01	2009－11－9	12	365	AA	A－1	3.28
中山公用事业集团股份有限公司	10 中公用 CP01	2010－1－26	7	365	AA	A－1	3.51
江苏交通控股有限公司	10 苏交通 CP01	2010－2－2	40	273	AAA	A－1	2.60
广东省交通集团有限公司	10 粤交通 CP01	2010－3－4	15	365	AAA	A－1	2.84
武汉市水务集团有限公司	10 武水务 CP01	2010－3－11	10	365	AA	A－1	3.17
上海大众公用事业（集团）股份有限公司	10 沪大众 CP01	2010－3－19	6	365	AA	A－1	3.17
上海大众公用事业（集团）股份有限公司	10 沪大众 CP02	2010－3－30	5	270	AA	A－1	2.83
发行人	债券名称	发行日期	发行规模（单位：亿元）	发行期限（单位：天）	主体信用等级	债券信用等级	发行利率（单位:%）
江苏交通控股有限公司	10 苏交通 CP02	2010－4－12	28	183	AAA	A－1	2.45
昆明自来水集团有限公司	10 昆自 CP01	2010－4－21	8	365	AA	A－1	3.17
昆明自来水集团有限公司	10 昆自 CP02	2010－4－29	7	365	AA	A－1	3.17
浙江省交通投资集团有限公司	10 浙交投 CP01	2010－5－6	15	365	AAA	A－1	2.73
宁波交通投资控股有限公司	10 甬交投 CP01	2010－5－12	3	365	AA	A－1	2.93
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	10 津城建 CP01	2010－5－13	30	365	AAA	A－1	2.73
广东省交通集团有限公司	10 粤交通 CP02	2010－6－3	20	365	AAA	A－1	2.73
佛山市公用事业控股有限公司	10 公控 CP01	2010－6－11	5	365	AA	A－1	3.27
河南投资集团有限公司	10 豫投资 CP01	2010－6－29	10	365	AA＋	A－1	3.44
北京市基础设施投资有限公司	10 京投 CP01	2010－6－30	20	365	AAA	A－1	3.2

附录2
国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知

国发〔2010〕19号

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

近年来，地方政府融资平台公司（指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体）通过举债融资，为地方经济和社会发展筹集资金，在加强基础设施建设以及应对国际金融危机冲击中发挥了积极作用。但与此同时，也出现了一些亟须高度关注的问题，主要是融资平台公司举债融资规模迅速膨胀，运作不够规范；地方政府违规或变相提供担保，偿债风险日益加大；部分银行业金融机构风险意识薄弱，对融资平台公司信贷管理缺失等。为有效防范财政金融风险，加强对地方政府融资平台公司管理，保持经济持续健康发展和社会稳定，现就有关问题通知如下：

一、抓紧清理核实并妥善处理融资平台公司债务

地方各级政府要对融资平台公司债务进行一次全面清理，并按照分类管理、区别对待的原则，妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题。

纳入此次清理范围的债务，包括融资平台公司直接借入、拖欠或因提供担保、回购等信用支持形成的债务。债务经清理核实后按以下原则分类：（1）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务；（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务；（3）融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务。

对原计划由融资平台公司承担融资的在建项目，对其后续资金应根据不同情况妥善处理。地方各级政府要严格审核项目投资预算和资金来源，各类资金要集中用于项目续建和收尾，严格控制新开工项目，防止出现"半拉子"工程。经地方政府审核后，对还款来源主要依靠财政性资金的公益性在建项目，除法律和国务院另有规定外，不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。对使用债务资金的其他在建项目，原贷款银行等要重新进行审核，凡符合国家产业政策、土地政策、环境保护政策、信贷审慎管理规定及宏观调控政策等要求的项目，要继续按协议提供贷款，推进项目建设；对不符合上述要求的项目，地方政府要尽快进行清理，妥善处置。

对融资平台公司贷款，银行业金融机构要坚持按照"逐包打开、逐笔核对、重新评估、整改保全"的原则进行全面清理，及时采取补救措施，确保信贷资产安全。

地方各级政府要采取有效措施，落实有关债务人偿债责任。对融资平台公司存量债务，要按照协议约定偿还，不得单方面改变原有债权债务关系，不得转嫁偿债责任和逃废债务。融资平台公司等要统筹安排资金，制订偿债计划，明确偿债时限，切实承担还本付息责任。

二、对融资平台公司进行清理规范

在本通知下发前已经设立的融资平台公司，要按以下要求进行清理规范：对只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台公司，今后不得再承担融资任务，相关地方政府要在明确还债责任，落实还款措施后，对公司作出妥善处理；对承担上述公益性项目融资任务，同时还承担公益性项目建设、运营任务的融资平台公司，要在落实偿债责任和措施后剥离融资业务，不再保留融资平台职能。对承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务并主要依靠自身收益偿还债务的融资平台公司，以及承担非公益性项目融资任务的融资平台公司，要按照《中华人民共和国公司法》等有关规定，充实公司资本金，完善治理结构，实现商业运作；要通过引进民间投资等市场化途径，促进投资主体多元化，改善融资平台公司的股权结构。对其他兼有不同类型融资功能的融资平台公司，也要按照上述原则进行清理规范。

今后地方政府确需设立融资平台公司的，必须严格依照有关法律法规办理，足额注入资本金，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

三、加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的信贷管理

融资平台公司融资和担保要严格执行相关规定。经清理整合后保留的融资平台公司，其融资行为必须规范，向银行业金融机构申请贷款须落实到项目，以项目法人公司作为承贷主体，并符合有关贷款条件的规定。融资项目必须符合国家宏观调控政策、发展规划、行业规划、产业政策、行业准入标准和土地利用总体规划等要求，按照国家有关规定履行项目审批、核准或备案手续。要严格按照规定用途使用资金，讲求效益，稳健经营。

银行业金融机构等要严格规范信贷管理，切实加强风险识别和风险管理。要落实借款人准入条件，按商业化原则履行审批程序，审慎评估借款人财务能力和还款来源。凡没有稳定现金流作为还款来源的，不得发放贷款。向融资平台公司新发贷款要直接对应项目，并严格执行国家有关项目资本金的规定。严格执行贷款集中度要求，加强贷款风险控制，坚持授信审批的原则、程序与标准。要按照要求将符合抵质押条件的项目资产或项目预期收益等权利作为贷款担保。要认真审查贷款投向，确保贷款符合国家规划和产业发展政策要求。要加强贷后管理，加大监督和检查力度。适当提高融资平台公司贷款的风险权重，按照不同情况严格进行贷款质量分类。

四、坚决制止地方政府违规担保承诺行为

地方政府在出资范围内对融资平台公司承担有限责任，实现融资平台公司债务风险内部化。要严格执行《中华人民共和国担保法》等有关法律法规规定，除法律和国务院另有规定外，地方各级政府及其所属部门、机构和主要依靠财政拨款的经费补助事业单位，均不得以财政性收入、行政事业等单位的国有资产，或其他任何直接、间接形式为融资平台公司融资行为提供担保。

五、加强组织领导，确保工作落实

各地区、各部门要从大局出发，牢固树立科学发展观和正确政绩观，充分认识加强融资平台公司管理工作的重要性和紧迫性，统一思想，加强领导，精心组织，结合本地区、本部门实际认真抓好落实。财政部、发展改革委、人民银行、银监会等部门和机构，要抓紧制定具体实施方案，完善相关政策，加强对这项工作的指导监督。财政部

要会同有关部门加快建立融资平台公司债务管理信息系统、会计核算和统计报告制度，以及融资平台公司债务信息定期通报制度，实现对融资平台公司债务的全口径管理和动态监控。审计部门要加强对融资平台公司的审计监督。要研究建立地方政府债务规模管理和风险预警机制，将地方政府债务收支纳入预算管理，逐步形成与社会主义市场经济体制相适应、管理规范、运行高效的地方政府举债融资机制。

地方各级政府和有关部门、单位都要严格遵守法律制度规定，确保有法必依，违法必究。对清理规范中检查出来的问题要及时予以纠正，对清理规范后仍然违反《中华人民共和国预算法》、《中华人民共和国担保法》、《中华人民共和国商业银行法》等规定的要依法依规严肃处理，并追究相关责任人的责任。

各省（区、市）人民政府要切实履行职责，抓紧落实相关工作，并将工作落实情况于2010年12月31日前上报国务院，抄送财政部、发展改革委、人民银行和银监会。

国务院

二○一○年六月十日

附录3
财政部 发展改革委 人民银行 银监会关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知

财预〔2010〕412号

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）、发展改革委，中国人民银行上海总部、各分行、营业管理部、省会（首府）城市中心支行、副省级城市中心支行，各银监局：

为切实贯彻落实《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号，以下简称《通知》），现就相关事项通知如下：

一、关于抓紧清理核实并妥善处理融资平台公司债务

清理核实融资平台公司债务是规范管理的前提。纳入此次清理核实范围的融资平台公司是指截至2010年6月30日，由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府公益性项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体，包括各类综合性投资公司，如建设投资公司、建设开发公司、投资开发公司、投资控股公司、投资发展公司、投资集团公司、

国有资产运营公司、国有资本经营管理中心等，以及行业性投资公司，如交通投资公司等。

清理核实的债务是指截至2010年6月30日，融资平台公司通过直接借入、拖欠或因提供担保、回购等信用支持形成的债务。

融资平台公司债务经清理核实后按以下原则分类：融资平台公司因承担公益性项目建设运营举借、主要依靠财政性资金偿还的债务；融资平台公司因承担公益性项目建设运营举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务；融资平台公司因承担非公益性项目建设运营举借的债务。

《通知》中"公益性项目"是指为社会公共利益服务、不以营利为目的，且不能或不宜通过市场化方式运作的政府投资项目，如市政道路、公共交通等基础设施项目，以及公共卫生、基础科研、义务教育、保障性安居工程等基本建设项目。

《通知》中"融资平台公司因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务"，是指融资平台公司因承担公益性项目融资任务举借，根据协议约定、项目性质或相关政策规定确定，偿债资金70%以上（含70%）来源于一般预算资金、政府性基金预算收入、国有资本经营预算收入、预算外收入等财政性资金的债务。上述财政性资金暂不包括已注入融资平台公司的土地使用权出让收入、因承担政府公益性项目建设获得的土地使用权出让收入返还、车辆通行费等专项收费收入。

《通知》中"在建项目"是指截至2010年6月30日，经相关投资主管部门依照有关规定完成审批、核准或备案手续，并已开工建设的项目。为避免损失浪费，防止出现"半拉子"工程，应当妥善安排在建项目的后续资金。"对还款来源主要依靠财政性资金的公益性在建项目，除法律和国务院另有规定外，不得再继续通过融资平台公司融资"中

的“法律和国务院另有规定”是指对按照《中华人民共和国公路法》、《国务院关于加强国有土地资产管理的通知》（国发〔2001〕15号）等法律和国务院规定可以融资的项目，以及经国务院核准或审批的重大项目，如城市快速轨道交通项目等，可暂继续执行既定融资计划。

《通知》中“信贷审慎管理规定”是指人民银行和银监会发布的相关信贷政策与管理规定及银行自身信贷管理要求，如《固定资产贷款管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2009年第2号）、《流动资金贷款管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2010年第1号）、《项目融资业务指引》（银监发〔2009〕71号）等。

《通知》中“对不符合上述要求的项目，地方政府要尽快进行清理，妥善处置”，是指地方政府应根据实际情况，按照国家产业政策、土地政策、环境保护政策、信贷审慎管理规定及宏观调控政策等要求，对相关项目采取整改、终止等措施，妥善处置。对于整改后仍不符合上述要求的项目，银行不得再发放新的贷款。如果融资平台公司贷款风险缓释措施不到位，必须按照有关法律法规规定采取足额追加抵质押等措施，否则银行不能追加贷款。

《通知》中“逐包打开”是指要将贷款包内的每笔贷款一一对应到合格的项目，甄别贷款包的潜在风险，确实存在合规性问题和风险问题的，要采取相应保全措施。

《通知》中“逐笔核对”是指对融资平台公司贷款进行逐笔核实查对，从借款主体、担保主体、贷款管理等方面查找贷款存在的风险和问题。

《通知》中“重新评估”是指重新评估贷款对应的项目的合规性和可行性，项目的效益性以及还款来源的充足性和持续性，项目资本金的可靠性，项目融资需求的合理性，项目资金使用的真实性等方面存在的风险和问题，确保项目债务水平与还款水平相匹配。

《通知》中“整改保全”是指针对自查发现的风险和问题，在制度建设、项目合规性、贷款管理、操作流程、还款来源、抵押担保等方面采取的整改保全措施。按照“规范退出、保全分离”的原则，对于清理规范后自身具有稳定的经营性现金流，能够全额偿还贷款本息且符合一般商业公司经营性质的融资平台公司，银行应将该类公司的贷款整体纳入一般公司类贷款进行管理；对于清理规范后自身具有一定的经营性现金流，能够部分偿还贷款本息的融资平台公司，银行应采取补充完善合同手续、增加新的借款主体和担保主体等整改保全措施，强化还款约束，将其中规范后满足一般公司类贷款条件的贷款从融资平台公司贷款中剥离，纳入一般公司类贷款管理。

二、关于对融资平台公司进行清理规范

对融资平台公司进行清理规范时，对于其他兼有不同类型融资功能的融资平台公司，包括为政府投资项目（含公益性项目）融资而组建，不承担具体项目建设、项目经营管理职能，且与下属子公司仅是股权关系的国有资产运营公司、国有资本经营管理中心等类型的融资平台公司，也要按照规定原则进行清理规范。

《通知》中“承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务并主要依靠自身收益偿还债务”，是指融资平台公司因承担公益性项目融资任务举借，且偿债资金70%以上（含70%）来源于公司自身收益。融资平台公司自身收益除项目本身经营性收益外，还包括已注入融资平台公司的土地的出让金收入和车辆通行费等其他经营性收入。

《通知》中“今后地方政府确需设立融资平台公司的，必须严格依照有关法律法规办理，足额注入资本金，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司”的“今后”是指2010年7月1日以后（含7月1日）；“公益性资产”，是指为社会公共利益服务，且依据有

关法律法规规定不能或不宜变现的资产，如学校、医院、公园、广场、党政机关及经费补助事业单位办公楼等，以及市政道路、水利设施、非收费管网设施等不能带来经营性收入的基础设施等。

三、关于加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的信贷管理

融资平台公司融资和担保要严格执行《通知》中相关规定。经清理整合后保留的融资平台公司，其融资行为必须规范。《通知》中"向银行业金融机构申请贷款须落实到项目，以项目法人公司作为承贷主体"的规定，是指贷款资金应用于项目本身，承贷主体应为具有独立承担民事责任的市场主体。《通知》中"凡没有稳定现金流作为还款来源的，不得发放贷款"，是指对于自身没有稳定经营性现金流或者没有可靠偿债资金来源的融资平台公司，银行业金融机构等不得发放贷款。

银行业金融机构等要严格规范信贷管理，切实加强风险识别和风险管理。银行业金融机构的项目贷款审查流程、程序、授权授信等要严格按照商业贷款审查标准，不得放松信贷管理条件。《通知》中"向融资平台公司新发贷款要直接对应项目，并严格执行国家有关项目资本金的规定"的"项目"是指要符合《通知》第一部分所要求的"符合国家产业政策、土地政策、环境保护政策、信贷审慎管理规定及宏观调控政策等要求的项目"。

四、关于坚决制止地方政府违规担保承诺行为

《通知》明确，地方政府在出资范围内对融资平台公司承担有限责任，实现融资平台公司债务风险内部化。自《通知》下发之日起，

对于融资平台公司的新增债务，地方政府仅以出资额为限承担有限责任。如果债务人无法偿还全部债务，债权人也应承担相应责任。

《通知》中“直接、间接形式为融资平台公司提供担保”包括但不限于下列各种形式：为融资平台公司融资行为出具担保函；承诺在融资平台公司偿债出现困难时，给予流动性支持，提供临时性偿债资金；承诺当融资平台公司不能偿付债务时，承担部分偿债责任；承诺将融资平台公司的偿债资金安排纳入政府预算。

五、关于加强组织领导，确保工作落实

各省（区、市）人民政府财政部门要会同发展改革部门、人民银行分支机构、银监会派出机构等，抓紧制定具体实施方案，建立协调机制，配备专职人员，加强对这项工作的指导监督。

各省（区、市）人民政府财政部门要于2010年10月31日前将地方政府融资平台公司债务清理核实情况报告报送财政部，抄送发展改革委、人民银行和银监会。报告应由各省（区、市）人民政府负责人签字并加盖公章，包括以下内容：本次融资平台公司债务清理核实工作的组织实施情况；债务核实情况（包括债务总量、分类、分级等情况）；特殊事项及说明；问题及政策建议等。

各省（区、市）人民政府按照《通知》要求于2010年12月31日前上报国务院的加强地方政府融资平台公司管理工作落实情况报告应由各省（区、市）人民政府负责人签字并加盖公章，包括以下内容：组织实施情况；债务总量、分类、分级等情况；在建项目后续资金安排情况；规范管理的具体措施及效果；特殊事项及说明；问题及政策建议等。

财政部发展改革委人民银行银监会
二○一○年七月三十日

参考文献

1.巴曙松.信用风险缓释技术研究——押品、风险管理与新资本协议[J].金融市场研究，2008，（11），43-44。

2.布罗代尔.中世纪欧洲经济社会史第二卷[M].上海：上海人民出版社，1996。

3.曹丽娜.关于我国发行市政债券的必要性与可行性分析[J].水利科技与经济，2006，12（10）：667-669。

4.曹丽娜.对我国地方政府发行市政债券的探讨[D].大连：东北财经大学，2006。

5.曹小武，曹阳.当前我国市政债券发展面临的障碍[J].经济研究参考，2006，（87）：18-19。

6.陈卫东，张友先，朱爱萍.构建地方政府加强基础设施建设的模式[R].全球经济金融问题研究，2010，18。

7.陈振锋，刘贵冰，贾崧，蔡晓婧，张曦.整体风险可控，区域隐忧存在——地方政府融资平台债务专题研究[R].中国工商银行，2010年6月。

8.陈施微.我国企业债券利差影响因素的实证研究[D].杭州：浙江大学，2008。

9.陈文鹏.影响准市政债券信用级别的因素分析[J].鹏元资信，2008，（3）：29-34。

10.陈晓虹，刘彦，刘肯，杨婕.美国债券保险的发展及对中国的启示[J].中国货币市场，2009（6）：28-31。

11.邓晓兰.论财政分权体制中的地方政府公债融资权[J].财贸经济，2005，（5）：39-42。

12.丁之平，曹林，等.对日本“地方政府平台”的考察。

13.杜威.中国经济转轨时期地方政府债务风险问题研究[D].沈阳：辽宁大学，2006。

14.杜威.关于地方政府债务债券化的探讨[J].辽东学院学报，2006，8（2）：95-98。

15.董乐.银行间债券市场流动性溢价问题研究[J].运筹与管理，2007,16（4）：79-88。

16.方福前.公共选择理论——政治的经济学[M].北京：中国人民大学出版社，2000。

17.付勇.中国式分权、地方财政模式与公共物品供给：理论与实证研究[D].复旦大学，2007。

18.郭泓，武康平.债券市场流动性及其相关问题研究[J].西南民族大学学报，2005,26（12）：139-143。

19.管七海，冯宗宪.信用违约测度研究：文献综述与比较[J].世界经济，2004，（11）：40-54。

20.韩立岩，王哲兵.市政债券的风险与监管[J].经济导刊，2004，（1）：52-22。

21.韩立岩，郑承利，罗雯，杨哲彬.中国市政债券信用风险与发债规模研究[J].金融研究，2003，（2）：85-94。

22.何德旭，高伟凯.中国债券市场：创新路经与发展策略[M].北京：中国财政经济出版社，2007。

23.何俊杰.我国地方政府发行公债目前尚不具备可行性[J].财政研究，2005，（12）：54-56。

24.胡光辉.地方政府性债务危机预警机控制研究[D].长春：吉林大学，2008。

25.胡静.中国发行市政债券的必要性和可行性研究[D].天津：天津大学，2004。

26.胡清芬.我国市政债券发行的风险问题研究[D].广州：暨南大学，2008。

27.黄晓玲.我国市政债券法律制度构想[J].鹏元资信，2008，（3）：54-61。

28.贾春辉.市政债券法律制度研究[D].北京：中国政法大学，2006。

29.贾康.地方财政问题研究[M].北京：经济科学出版社，2004。

30.江乾坤.公司债券信用价差之谜探析[J].外国经济与管理，2007，29（2）：57-64。

31.蒋先玲，吕国强.中美财政制度的比较与市政债券发行模式分析[J].财政研究，2006，（12）：67-69。

32.靳晓黎.论地方政府举债——由财政政策两难困境引发的思考[J].财经研究，2003（1），48-54。

33.金浩.BT项目应收账款质押融资的法律风险[N].建筑时报，2009-3-20。

34.凯恩斯.就业利息和货币通论[M].北京：商务印书馆，1983。

35.李嘉图.政治经济学及赋税原理[M].北京：商务印书馆，1976。

36.李婧华.市政债券发行的主要障碍及对策[J].运城学院学报，2006，24（4）：66-67。

37.李萌，叶俊.中国股票市场风险的实证分析研究[J].数理统计与管理，2003，22（4）：12-17。

38.李鹏，任兆璋.考虑流动性风险的可违约债券定价模型[J].统计与决策，2006，（1）：25-26。

39.李松森.发行地方公债的理论依据及现实意义[J].地方财政研究，2005，（8）：9-12。

40.李伟，牟晖.美国市政债券特点与发行模式[J].经济导刊，2004，（1）：48-50。

41.李武.城投债发债主体信用风险评价与预警[J].中国债券，2010，（2）：9-13。

42.廖敏辉.我国企业债券市场的流动性研究[J].湖南科技大学学报（社会科学版），2007,10（3）：66-70。

43.刘国光，王慧敏.公司债券信用利差和国债收益率动态关系研究[J].山西财经大学学报，2005，27（5）：117-122。

44.刘进军.应收账款质押担保利弊及对策[J].中国担保论坛，2009，（3）：21-25。

45.刘尚希，赵晓静.中国：市政收益债券的风险与防范[J].管理世界，2005，（3）：50-57。

46.刘涛涛，阮连法，王海兵.发行市政债券促进城市基础设施建设筹融资的必要性研究[J].经济特区，2005，（2）：172-174。

47.刘小坤.企业债券：信用风险与市场监管研究[D].上海：复旦大学，2005。

48.刘星，刘谊.中国地方财政风险及其控制与防范[M].北京：中国财政经济出版社，2006。

49.刘优辉.关于我国地方政府发行公债的必要性和可行性分析[J].财政研究，2004，（10）：50-53。

50.龙晋威，欧阳宁波.美国地方政府债券的发行实践及其对我国的启示[J].现代商业，2007，（16）：30-32。

51.吕国强.财政制度的国际比较与市政债券发行模式研究[D].北京：对外经济贸易大学，2006。

52.罗松江.发行市政债券的必然性及对策分析[J].商业研究，2005，（5）：85-88。

53.罗雯，韩立岩.美国市政债券市场概况及其对我国的借鉴[J].经济与管理研究，2002，（6）：46-48。

54.马建春.市政债券市场发展与基础设施融资体系建设[M].北京：经济科学出版社，2007。

55.毛俊华.在发展中动态解决问题，地方政府融资平台贷款风险可控[R].中国国际金融有限公司，2010-3-11。

56.毛寿龙.市政债券与治道变革[J].管理世界，2005，（3）：43-49。

57.[美]杰里米·阿塔克，彼得·帕塞尔著，罗涛，等（译）.新美国经济史[M].北京：中国社会科学出版社，2000。

58.[美]费雪.州和地方财政学（第二版）[M].北京:中国人民大学出版社，2000。

59.孟康.城市基础设施投融资模式研究[D].南京：东南大学，2004。

60.孟宪烨.我国发行市政债券面临的流动性风险与信用风险问题研究[D].上海：华东师范大学，2008。

61.牛洪波.中国市政债券问题研究[D].北京：中央民族大学，2007。

62.欧阳华生.我国地方政府债务的区域比较分析[J].财经论坛，2006，（1）：13-18。

63.彭亚光.我国建立市政债券市场的可行性分析[D].北京：对外经济贸易大学，2005。

64.钱坤.地方公债研究[D].大连：东北财经大学，2004。

65.钱怡君，计国忠.波兰市政债券的发展及其对我国的启示[J].南京财经大学学报，2004，（3）：66-69。

66.任兆璋，李鹏.流动性风险对可违约债券信用利差期限结构的影响[J].系统工程理论方法应用，2006，15（3）：251-255。

67.萨伊.政治经济学概论[M].北京：商务印书馆，1982。

68.邵斌，许波，李应龙.中国企业债券利差的实证分析[J].天津商学院学报，2004，24（3）：44-47。

69.师鉴.我国城市基础设施市政债券融资问题研究[D].大连：东北财经大学，2005。

70.宋宝云.澳大利亚国库公司模式及对我国准市政债的启示[J].中国债券，2009（4）：60-66。

71.宋芳秀.中国准市政债券发展研究[J].经济体制改革，2002，（6）:82-84。

72.宋立.地方公共机构债券融资制度的国际比较及启示——以美国市政债券与日本地方债券为例[J].社会经济体制比较，2005，（3）：76-83。

73.宋立.市政收益债券：解决地方政府债务问题的重要途径[J].管理世界，2004，（2）：27-34。

74.宋立，孙天琦.美国的市政债券及其对中国的启示——以密西西比州为例[J].西安金融，2005，（1）：4-7。

75.苏明.财政现实问题研究[M].北京：经济科学出版社，2008。

76.孙辉.中国准市政债券的特征及其成因分析[J].金融研究，2004，（11）：62-66。

77.孙开：财政体制改革问题研究[M].经济科学出版社，2004。

78.孙克，冯宗宪.企业债信用价差之谜的最新研究与未来展望[J].证券市场导报，2007，（1）：73-77。

79.孙克竞.美国地方公债管理与我国地方政府举债预研[J].汕头大学学报，2006，22（3）：59-63。

80.孙南萌.地方公债与地方债务风险[J].理论前沿，2004，（24）：36-37。

81.唐朱昌.我国发行地方债券应遵循的原则[J].经济研究参考，2005，（31）。

82.涂德君.我国城投债市场发展的三个阶段[J].中国债券，2010，（2）：14-16。

83.王斌卿.我国市政债券融资的可行性分析与风险防范[D].成都：西南财经大学，2006。

84.王朝才，邹治平.关于我国地方政府发行公债问题的几点思考[J].财政研究，2005，（7）：32-35。

85.王宏伟，闫安，孙海刚.上交所企业债价格变化分析[J].经济论坛，2007，（4）：120-122。

86.王军.市政债券发行的收益和风险研究[J].鹏元资信，2008，（3）：62-67。

87.王琼，袁泽沛，冯宗宪.基于违约过程的企业债券定价模型研究[J].武汉理工大学学报，2006，28（2）：104-107。

88.王艳.发展市政债券进行城市基础设施融资研究[D].武汉：武汉理工大学，2006。

89.王哲.对划拨土地使用权抵押及破产处置的法律思考，[EB/OL].（2008-7-28）[2009-8-20].http://www.fjlawyers.net/news1.asp？id=1025。

90.魏加宁.对日本“地方政府平台”的考察[J].中国金融40人论坛月报，2010，（8）：6-62。

91.武模桥.我国企业债券监管的方向和重点[J].河南师范大学学报（哲学社会科学版），2004，31（2）：41-43。

92.肖上贤.市政债券发行模式与发行规模研究[J].鹏元资信，2008，（3）：3-11。

93.谢伏瞻.城市化是中国经济社会发展的一个重要拉动力[N].新华网，2005-9-13。

94.谢伏瞻.中国城市化的几个问题[J].学习与实践，2002，（7）：42-45。

95.谢伏瞻.加快城市基础设施发展应有紧迫感[N].中国经济时报，2003-12-23。

96.徐明亮.我国开放地方政府债券的可行性分析与政策选择[J].金融与经济，2007，（7）：46-48。

97.徐瑞娥.国外地方政府债务管理概况[J].地方财政研究，2009，（4）：76-80。

98.许韦华勐.我国发行市政债券的可行性研究[J].鹏元资信，2008，（3）：12-22。

99.许永明.发展市政债券市场的研究[D].杭州：浙江大学，2003。

100.亚当·斯密.国民财富的性质和原因的研究[M].北京：商务印书馆，1981。

101.阎衍.违约损失率估计模型研究[R].中诚信证券评估有限公司，2007-11-10。

102.严宏宇，罗静.美、日地方公债监管制度比较及启示[J].财政监督，2007，（4）:63-64。

103.杨成彪.地方政府债务风险管理研究[D].上海：复旦大学，2009。

104.杨辉.市政债券发行规则与制度研究[M].北京：经济科学出版社，2007。

105.杨玲.我国市政债券实务探析[D].北京：对外经济贸易大学出版社，2004。

106.杨萍.国外地方政府债券市场的发展经验[J].经济社会体制比较，2004，（1）：137-141。

107.杨萍.发展市政债券市场的相关问题研究综述[J].经济研究参考，2006，（33）：24-28。

108.杨琴艳.市场化进程中我国市政债券信用风险控制问题研究[D].杭州：浙江大学，2007。

109.仪垂林，黄明晴.国外市政债券银行的运作及启示[J].经济纵横，2006，（1）：75-78。

110.尹恒.政府债务问题研究[M].北京：北京师范大学出版社，2007。

111.张超，杜斌.我国企业债券市场流动性影响因素的实证研究[J].经济纵横，2007，（7）：51-53。

112.张娥.我国发行地方公债的可行性研究[J].华中师范大学硕士论文，2007。

113.张飞.城投债信用评级中地方政府财政实力评价方法的探讨[J].鹏元评级，2009，（2）：10-16。

114.张海星.政府或有债务问题研究[M].北京：北京社会科学出版社，2007。

115.张力美.美国市政债券发行研究[J].统计与决策，2006，（11）：127-129。

116.张英杰，薛慧欣.美国市政债券信用管理经验及其对我国的借鉴[J].鹏元资信，2008，（3）：46-53。

117.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.澳大利亚的地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（22）：25-28。

118.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.巴西整治地方政府债务危机的经验教训及启示[J].经济研究参考，2008，（22）：11-14。

119.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.波兰的地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（22）：33-37。

120.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.德国地方政府债务管理概况[J].经济研究参考，2008，（62）：31-36。

121.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.法国的地方政府债务管理 [J].经济研究参考，2008，（22）：32-33。

122.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.哥伦比亚的地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（22）：20-23。

123.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.国外地方政府债务管理情况综述[J].经济研究参考，2008，（22）：2-7。

124.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.国外地方政府债务规模控制与风险预警[J].经济研究参考，2008，（62）：2-8。

125.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.南非的地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（22）：23-24。

126.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.新西兰的地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（22）：28-31。

127.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.印度地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（62）：37-43。

128.张志华，周娅，尹峰，吕伟，刘谊，闫晓茗.英国地方政府债务管理[J].经济研究参考，2008，（62）：18-23。

129.章江益.财政分权条件下的地方政府负债——美国市政公债制度研究[M].北京：中国财政经济出版社，2009。

130.赵军.城投债发行和信用评级情况及风险初探[J].鹏元评级，2009，（1）：17-21。

131.赵娜.企业债券信用利差研究综述[J].商业时代，2006，（33）：74-75。

132.郑园园.城投债市场回顾与展望[J].中国债券，2010，（2）：4-8。

133.郑振龙，林海.中国违约风险溢酬研究[J].2003，（6）：41-44。

134.周华，韩立岩.美国市政债券的发行和监管及对我国的启示[J].经济与管理研究，2003，（6）：60-63。

135.周黎安.晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设长期存在的原因[J].经济研究，2004，（6）。

136.周平.城市建设中的市政债券融资研究[D].上海：华东师范大学，2002。

137.周沅帆.债券增信[M].北京：北京大学出版社，2010。

138.朱珊，刘艳，陈爱英.我国城市基础设施建设资金来源分析[J].改革研究，2004，（8）：22-23。

139.朱世武，陈健恒.利用均衡利率模型对浮动利率债券定价[J].世界经济，2005，（2）:48-59。

140.邹德智.对城投公司投融资问题的探讨[J].决策&信息，2008，（4）：33-34。

141.[美]费雪.州和地方财政学（第二版）[M].北京：中国人民大学出版社，2000。

142.布罗代尔.中世纪欧洲经济社会史第二卷[M].北京：上海人民出版社，1996。

143. Altman,E.I.Corporate Financial Distress[M].New York: Wiley,1990.

144. Albert M.Hillhouse,Municipal Bonds: A Century of Experience[M].New York: Prentice-Hall,Inc.,reprinted by Arno Press,New York,1975.

145. Alfred Broaddus,Timothy Cook.An Analysis of the Determinants of the Yields on Individual Municipal Securities[C].Working Paper,Federal Reserve Bank of Richmond.

146. Amihud,Y.,Mendelson,H.Liquidity,maturity,and the yields on U.S.treasury securities[J].The Journal of Finance,1991,46(4):1411-1425.

147. Andres Velasco(1997),Debts and Deficits with Fragmented Fiscal Policymaking[C].NBER Working Paper No.6286,National Bureau of Economic Research,Cambridge,MA.

148. Antje Bernd,Iulian Obreja.The Pricing of Risk In European Credit and Corporate Bond Markets[J].Working Paper Series,2007,(8):805-805.

149. Boudoukh,Jacob,et al.Pricing Mortgage-Backed Securities in a Multifactor Interest Rate Environment: A Multivariate Density Estimation Approach[J].Review of Financial Studies,1997,10(2):405-446.

150. Bradford Cornell,Kevin Green.The Investment Performance of Low-Grade Bond Funds[J].Journal of Finance,1991,(46):29-48.

151. Chato,G.Macr and Fred Thompson.Nothing is Certain but Debt and Taxes: The conditional Irrelevance of Municipal Capital Structure[M].in Miller,Gerald editor,Handbook of Debt Management,Marcel Dekker,New York 1996,Chapter6,129-139.

152. Collin-Dufresne,P.,Goldstein,R.S.,Martin,J.S.The Determinants of Credit Spread changes[J].2001,5(6):2177-2207.

153. Collin-Dufresne,P.,R.S.Goldstein.Do Credit Spreads Reflect Stationary Leverage Ratios？[J].Journal of Finance,2001,56(5): 1929-1957.

154. Delianedis,C.l.,Geske,R.The components of corporate credit spread:default,Recovery,tax,jumps,liquidity and market factors[C].UCLA:Working paper,2001.

155. Duffee,G.R.The relationship between Treasury Yields and Corporate Bond Yield Spread [J].Journal of Finance,1998,(53):2225-2241.

156. Duffie,D.,J.Liu.Floating-Fixed Credit Spreads[J].Journal of Financial Analysts,1999,57(3): 76-87.

157. Edward L.Glaeser(2001),Public Ownership in the American City[C].NBER Working Paper No.8613,National Bureau of Economic Research,Cambridge,MA.

158. Edwin J.,Elton.Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds[J].Journal of Finance,2001,56(1):247-277.

159. Elton,E.,Green,T.Tax and Liquidity Effects in Pricing Government Bonds[J].The Journal of Finance,1998,53(5):1533-1562.

160. Elton,E.J.,Gruber,M.I.,Agrawal,D.,Mann,C.Explaining the rate spread on corporate bonds[J].the Journal of Finance,2001,56(1):247-277.

161. Eom,Y.H.,Helwege,J.,Huang,J.Z.Structural Models of Corporate Bond Pricing:An Empirical Analysis[J].Review of Financial Studies,2004,17(2):499-544.

162. Ericsson,J.,Renault,O.Liquidity and credit risk[J].Applied Mathematical Finance,2001,8(2):79-95.

163. Fleming,M.J.Measuring Treasury Market Liquidity[J].Economic Policy Review,2003,9(3):83-108.

164. Frank.J.Fabozzi.Bond Markets: Analysis and Strategies[M].北京：北京大学出版社，2007.

165. Gordon,Mercalf. Do Tax-Exempt Bonds Really Subsidize Municipal Capital？ [J].National Tax Journal,1991,(44):71-79.

166. Hackbart,Merl M.and James Leigland.State Debt Policy and Management Policy: a National Survey[J].Public Budgeting & Finance,1990,10(1):37-54.

167. Hempel.G.An evaluation of municipal bankruptcy laws and proceedings[J].Journal of Finance,1972(27): 1012-1029.

168. Houweling,P.,Mentink,A.,Vorst,T.Comparing possible proxies of corporate bond liquidity[J].Journal of Banking and Finance,2005,29(6):1331-1358.

169. Hull,J.,M.Predescu,A.White.The relationship between credit default swap spreads,bond yields,and credit rating announcements[J].Journal of Banking & Finance,2004,28(11): 2789-2811.

170. James M.Poterba & Kim S.Rueben.State Fiscal Institutions and the U.S.Municipal Bond Market[C].NBER Working Papers 6237，National Bureau of Economic Research、Inc，1997.

171. Janosi,T.,Jarrow,R.,Yidlirim,Y.Estimating expected losses and liquidity discounts implicit in debt prices[J].Journal of Risk,2002,5(1):23-55.

172. John Y.Campbell,Glen B.Taksler.Equity Volatility and Corporate Bond Yields[J].The Journal of Finance,2003,（6）：2321-2349.

173. John M.R.Chalmers.Default Risk Cannot Explain the Munipuzzle: Evidence from Municipal Bond That Are Secured by U.S.Treasury Obligations [M].Oregon: University of Oregon，1998.

174. Longstaff,F.A.,Mithal,S.,Neis,E.Corporate Yield Spreads:Default Risk or Liquidity？ New Evidence from the Credit Default Swap Market[J].Journal of Finance,2005,60(5):2213-2253.

175. Longstaff,F.,Schwartz,E.A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt[J].Journal of Finance,1995,50(3):789-819.

176. Madhavan.Trading Mechanisms in Securities Markets[J].Journal of Finance,1992,(2): 607-642.

177. Mark Grinblatt.An Analytic Solution For Interest Rate Swap Spreads[C].Yale ICF Working Paper,2002.

178. Mede Erickson，Austan Goolsbee，Edward Maydew.How Prevalem is Tax Arbitrage？ Evidence from the Market For Municipal Bonds[C].NBER Working Paper，2002.

179. Meng,L.,O.ap Gwilym.Credit Default Swaps: Theory and Empirical Evidence[J].Journal of Fixed Income,2005,14(4): 17-28.

180. Mercalf,G.E.The role of federal taxation in the supply of municipal bonds: evidence from municipal governments[J].National Tax Journal 44,1991,50-57.

181. Merton,R.C.An Intertemporal Capital Asset Pricing Model[J].Econometrica,1973,41(5): 867-887.

182. Merton,R.C.On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates[J].Journal of Finance,1974,29(2):449-470.

183. Michael Davies and Liz Dixon Smith.Credit Quality in the Australian Non-Government Bond Market[J].Financial Stability Review,2004,(3):46-51.

184. Musgrave,R.A.and P.Musgrave Public Finance in Theory and Practice，4th ed[M].McGraw-Hill,New York（1987).

185. Oates.Fiscal Federalism [M].New York,Harcourt Brace Jovanovic,1972.

186. Oates,W.E.An essay of Federalism [J].Journal of Economic Literature,1999（9)：1120-1149.

187. Rene M.STULZ,Herb JOHNSON.An Analysis of Secured Debt[J].Journal of Financial Economics,1985,(14):501-521.

188. Robert L.Bland.The Interest Cost Savings from Municipal Bond Insurance:The Implications for Privatizatio[J].Journal of Policy Analysis and Management,1987,(6):207-219 .

189. Ronald C.Fisher.州和地方财政学[M].北京：中国人民大学出版社，2000。

190. Royce Hanson,Perspectives on Urban Infrastructure[M].National Academy Press,Washington D.C.,1984.

191. Seok-Kyun Hur,on the efficiency of municipal bonds [R].Working paper November 8,2001.

192. Simon.H.Personal Income Taxation,Chicago[M]; Univ of Chicago press,1938.

193. Trzcinka,C.The pricing of tax-exempt bonds and the Miller hypothesis[J].Journal of Finance 1982(37): 907-923.

194. Zhou,C.The term structure of credit spreads with jump risk[J].Journal of Banking and Finance,2001,25(11):2015-2040.

195. Zimmerman,J.The municipal accounting maze: An analysis of political incentives[J].Journal of Accounting Research,supplement,1977: 107-144.

后记

在本书即将付梓之际，中华人民共和国国务院下发了《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号），中华人民共和国财政部、中华人民共和国国家发展和改革委员会、中国人民银行以及中国银行业监督管理委员会也出台了《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预〔2010〕412号）。相信在监管部门的不断努力下，作为中国式市政债券的城投债，将不断规范和发展，为中国经济发展作出重大的贡献！

本书的创作历时近两年。在这个过程中，得到了国家发改委财政金融司徐林司长的大力支持和悉心指导。徐林司长对本书的修订提出了许多宝贵意见，并亲自为本书作序，本人深感荣幸，在此表示衷心的感谢！此外也要感谢我在鹏元资信评估有限公司的同事秦斯朝、张伟、肖上贤和李慧杰等的支持和帮助。同时，还要感谢我的太太刘亚辉女士，她不仅给了我强大的精神鼓励，还全心全意地照顾好家里小孩和老人，使我能全身心地投入到本书的创作中。

本书涉及范围较广，所需专业知识较多，由于本人水平有限，缺点和错误在所难免，敬请广大读者批评指正！

周沅帆
2010年10月18日于北京金融街